

Agentes económicos en el mercado del suelo urbano de Santiago de Chile, período 2010–2015. Aportes a la discusión pública.

Working Paper WP19PW1SP

Pablo Wainer Infante

Estudio de Promotores Inmobiliarios
Inciti

Ivo Gasic Klett

Universidad Alberto Hurtado

Rodrigo Sánchez Leiva

August 2019

The findings and conclusions of this Working Paper reflect the views of the author(s) and have not been subject to a detailed review by the staff of the Lincoln Institute of Land Policy. Contact the Lincoln Institute with questions or requests for permission to reprint this paper. help@lincolninst.edu

Acerca de los autores

Pablo Wainer Infante es miembro del equipo de consultoría de Inciti y es encargado del Estudio de Promotores Inmobiliarios de la misma consultora. Fue miembro del equipo editor de la revista de estudios urbanos y territoriales PLANEÓ, perteneciente a la Pontificia Universidad Católica de Chile (IEUT-PUC). Contacto: pablowainer@gmail.com.

Ivo Gasic Klett es académico del Departamento de Geografía de la Universidad Alberto Hurtado (UAH) e integra el Núcleo de Investigación Espacio y Capital de la misma universidad. Ha trabajado en distintas investigaciones sobre economía política del suelo urbano en Santiago de Chile. Correo de contacto: igasic@uahurtado.cl

Rodrigo Sánchez Leiva es especialista en derecho regulatorio. Ha participado como analista de asuntos legales en proyectos de consultoría sobre regulación del comercio en la vía pública para el Ministerio de Economía. Correo de contacto: rasanchez@uc.cl

Agentes económicos en el mercado del suelo urbano de Santiago de Chile, período 2010–2015. Aportes a la discusión pública.

Pablo Wainer Infante
Ivo Gasic Klett
Rodrigo Sánchez Leiva

© 2018 Lincoln Institute of Land Policy

**Lincoln Institute of Land Policy
Working Paper**

Los resultados y conclusiones de este Documento de Trabajo reflejan la opinión del autor y no han sido sometidas a una revisión detallada por el personal del Lincoln Institute of Land Policy.

Si tiene alguna pregunta o quiere reproducir este documento, póngase en contacto con el Instituto Lincoln help@lincolninst.edu.

Lincoln Institute Product Code: WP19PW1SP

Acerca de los autores

Pablo Wainer Infante es miembro del equipo de consultoría de Inciti y es encargado del Estudio de Promotores Inmobiliarios de la misma consultora. Fue miembro del equipo editor de la revista de estudios urbanos y territoriales PLANEO, perteneciente a la Pontificia Universidad Católica de Chile (IEUT-PUC). Contacto: pablowainer@gmail.com.

Ivo Gasic Klett es académico del Departamento de Geografía de la Universidad Alberto Hurtado (UAH) e integra el Núcleo de Investigación Espacio y Capital de la misma universidad. Ha trabajado en distintas investigaciones sobre economía política del suelo urbano en Santiago de Chile. Correo de contacto: igasic@uahurtado.cl

Rodrigo Sánchez Leiva es especialista en derecho regulatorio. Ha participado como analista de asuntos legales en proyectos de consultoría sobre regulación del comercio en la vía pública para el Ministerio de Economía. Correo de contacto: rasanchez@uc.cl

Resumen

Se estudia la formación de reservas de suelo urbano por agentes de intermediación financiera, en especial compañías aseguradoras, y de qué forma dichos agentes económicos explotan un área de negocio orientada a intermediar y reservar suelo urbano para ciclos más altos del mercado inmobiliario.

En la periferia del Área Metropolitana de Santiago se ha evidenciado alta participación de entidades financieras en la adquisición de terrenos para desarrollo de proyectos inmobiliarios. Durante este proceso, los desarrolladores no sólo se apoyan en líneas de financiamiento externo, sino también en la compra de terrenos por parte de agentes financieros, quienes mantienen los predios en su propiedad hasta cuando sea comercialmente propicio iniciar los proyectos. Para estas últimas prácticas, se estudian las estrategias, rentas y lógicas de valorización de los capitales en el mercado del suelo, específicamente en el negocio de intermediación de terrenos y formación de reservas de suelo para desarrollo inmobiliario a mediano y largo plazo. Como objetivo final del trabajo, se pretende aportar con evidencia empírica y análisis de mercado que permita discutir las actuales políticas públicas de suelo urbano en Chile.

Abstract

This research is about the formation of urban land reserves by financial intermediation agents, especially insurance companies, and how these economic agents exploit a business area oriented to intermediate and reserve urban land for higher cycles of the real estate market.

In the periphery of the Metropolitan Area of Santiago, there has been a high participation of financial entities in the acquisition of land for the development of real estate projects. During this process, the developers not only rely on external financing lines, but also on the purchase of land by financial agents, who keep the properties until it is commercially propitious to start the projects. In regard to these practices, the strategies, rents and logics of capital appreciation in the land market are studied, specifically in the business of land intermediation and formation of land reserves for medium and long-term real estate development. The final objective of the paper is to provide empirical evidence and market analysis to discuss current public policies of social interest.

Índice de Contenidos

I. Introducción	1
1.1. Planteamiento y justificación de la investigación.....	1
1.2. Antecedentes sobre la importancia del mercado del suelo y los efectos sociales de su libre funcionamiento en Santiago de Chile.....	3
1.3. Antecedentes históricos e institucionales sobre la liberalización del mercado del suelo en Santiago	6
1.4. Antecedentes del mercado del suelo de Santiago para un estudio de reservas e intermediaciones financieras en el período 2010–2015.....	8
II. Objetivos de Investigación.....	14
2.1. Objetivo general:	14
2.2. Objetivos específicos:	14
III. Resultados	14
3.1. Descripción general del mercado del suelo	14
3.2. Predominio del sector financiero	17
3.3. Diferenciación entre inversionistas y entidades financieras.....	18
3.4. Diferenciación entre bancos y aseguradoras. Hacia una investigación focalizada en las Compañías de Seguros de Vida (CSV).....	24
3.5. Las Compañías de Seguros de Vida (CSV) como agentes decisivos en la formación de reservas privadas de suelo en Santiago.....	29
Inversiones Inmobiliarias.....	29
Inversiones en suelo urbano. Análisis de transacciones.	31
Análisis de duración de operaciones y rentas de las principales compañías aseguradoras en mercado del suelo.....	33
Rentabilidades de compraventas (plusvalía) y tasas de interés por leasing (renta).	35
IV. Reflexiones finales y conclusión	38
4.1. Sobre la regulación de las inversiones inmobiliarias de aseguradoras y sector financiero en Chile.....	38
4.2. Sobre posibles efectos de la valorización financiera del suelo en la reproducción del patrón socioespacial excluyente de Santiago.....	39
4.3. Conclusión	40
Bibliografía	42
Anexo 1. Distribución espacial de grupos socioeconómicos en Santiago. De azul a rojo corresponde a gradiente de grupos más ricos a más pobres.	43
Anexo 2. Macrozonas para análisis de mercado inmobiliario en base a conglomerados comunales en Santiago.	44
Anexo 3. Distribución espacial de transacciones de aseguradoras (sólo se incluyen aquellas con alta confianza en la geolocalización).....	45

Índice de figuras

Figura 1: Localización de vivienda con subsidio de programas sociales aplicados entre 1946 y 2015 en Santiago.	5
Figura 2: Espacio donde el subsidio habitacional no alcanza bajo condiciones normales para comprar suelo en el AMS, 2010–2015.	6
Figura 3: Variación del precio del suelo ofertado en Santiago y del PIB per cápita en Chile (corregido por PPA).....	9
Figura 4: Mapa de precio del suelo en Santiago, 2010–2015. Valores interpolados a partir de transacciones de terrenos.	10
Figura 5: Comparación entre índices de precio de vivienda (casas y departamentos) y de precio del suelo en Santiago. Variación trimestral 2004–2016, Base 100=2004.	11
Figura 6: Variación temporal por trimestre del precio y la superficie media de los terrenos transados entre 2010 y 2015.	12
Figura 7: Variación trimestral de superficie media de los terrenos ofertados en Santiago entre 1982 y 2016.	13
Figura 8: Frecuencia de transacciones y superficie transada por mes, enero 2010–diciembre 2015.	15
Figura 9: Áreas Urbana / No Urbana y Edificada / No Edificada de Santiago.	16
Figura 10: Concentración de transacciones de suelo en Área Metropolitana de Santiago.	17
Figura 11: Resumen de adquisiciones por rubro informado en SII. Principales categorías.	18
Figura 12: Resumen de adquisiciones por Actividad Económica informada en SII. Principales categorías.	19
Figura 13: Participación de entidades financieras en el mercado inmobiliario en general.	20
Figura 14: Resumen de adquisiciones de los principales agentes del rubro de “Intermediación Financiera”.....	22
Figura 15: Agentes que compran terrenos a bancos y aseguradoras, según actividades económicas informadas al SII.....	25
Figura 16: Matriz de compradores y vendedores de suelo, según entidad financiera.	26
Figura 17: Distribución geográfica de las principales actividades económicas en mercado de suelo de Santiago, según macrozonas metropolitanas.	27
Figura 18: Distribución geográfica de las principales actividades económicas en mercado de suelo de Santiago, según áreas urbanas y no urbanas.....	28
Figura 19: Distancia en kilómetros desde terrenos a atributos urbanos más cercanos. Comparación entre adquisiciones de bancos y compañías de seguros.	29
Figura 20: Evolución de las inversiones inmobiliarias y los principales instrumentos de inversión de las Aseguradoras (CSV) en Chile, período 2005–2014.....	30
Figura 21: Evolución de la participación (%) de las inversiones inmobiliarias en el conjunto de instrumentos de inversión de las aseguradoras (CSV) en Chile, período 2005–2014..	30

Figura 22: Participación de Compañías de Seguros de Vida (CSV) en mercado del suelo de Santiago. Relación entre capital al 2015 e inversión en terrenos en período 2010–2015 (ordenados por cantidad de terrenos).....	32
Figura 23: Porcentaje de activos totales en inmuebles de compañías de seguros en Chile, periodo 2008–2017.	34
Figura 24: Duración contratos de leasing inmobiliario de las principales CSV.	34
Figura 25: Duración y tasa de interés para contratos de leasing inmobiliario CSV.	36
Figura 26: Resumen de operaciones de compraventa de las principales aseguradoras.	37

Agentes económicos en el mercado del suelo urbano de Santiago de Chile, período 2010–2015. Aportes a la discusión pública.

I. Introducción

1.1. Planteamiento y justificación de la investigación

Es ampliamente reconocida la influencia que tiene el mercado del suelo sobre la integración de los distintos grupos, estratos o clases sociales en la ciudad. Particularmente, se han reconocido los efectos que tiene la formación de precios del suelo sobre la asignación del uso del espacio y, con ello, sobre la distribución y localización de los segmentos más pobres de la población. En Chile, se ha observado que las diferentes políticas habitacionales y urbanas han encontrado en el mercado del suelo fuertes obstáculos para poder llevarse a cabo, implicando costos sociales y económicos considerables. Recientemente, la última Política Nacional de Desarrollo Urbano (PNDU) aprobada en 2014 ha definido que *“el precio e imperfecciones del mercado del suelo ha sido el factor predominante para definir la localización de viviendas y actividades”* (2014:35), lo que ha llevado a las autoridades a reconocer la necesidad de diseñar instrumentos de política pública para regular e intervenir el mercado del suelo, situándolo como una pieza clave para lograr una distribución más eficiente y socialmente más equitativa de los costos y beneficios que implica la vida urbana.

En esa dirección el informe de “Propuestas para una Política de Suelo para la Integración Social Urbana” (2015) del Consejo Nacional de Desarrollo Urbano propone implementar un conjunto de medidas progresivas de redistribución de los beneficios económicos y sociales que se generan en las ciudades a consecuencia de la acción pública, tales como la creación de bancos de suelo, instrumentos de captura de plusvalías, entre otros. Paralelamente, se mantiene en tramitación la Ley N.º 21.078 sobre “Transparencia del Mercado del Suelo e Impuesto al Aumento de Valor por Ampliación del Límite Urbano”, más conocida como Ley Caval¹. Esta ley tiene por objeto transparentar el mercado del suelo en lo que respecta a transacciones asociadas a valorizaciones inmobiliarias generadas por acciones públicas. Por una parte, se plantea crear un Observatorio del Mercado del Suelo y, por otra, establecer un impuesto a la valorización de propiedades por extensión de límite urbano.

Todos estos antecedentes permiten afirmar que en Chile existe una situación contingente de revisión y discusión sobre los instrumentos que tiene el Estado para regular e intervenir los mercados del suelo. Se parte de la premisa que en este submercado inmobiliario operan agentes especuladores que captan inmerecidamente las plusvalías urbanas, y en algunos casos inclusive

¹ Se denomina así dado que la sociedad Exportadora y Gestión Caval Ltda., cuya socia mayoritaria era la cónyuge del hijo de la entonces presidenta Michelle Bachelet, realizó negocios inmobiliarios de compraventa de terrenos utilizando influencias en el sector público. En particular este caso trata de un excepcional crédito de US\$10.7 millones sin garantías concedido a Caval a través del Banco de Chile y cuyo objeto era la operación de compra y posterior reventa de terrenos en la comuna de Machalí que se revalorizarían con el cambio de uso de suelo de rural a urbano que dispondría el nuevo Plan Regulador Regional. Este préstamo fue cursado el 16 de diciembre de 2013, un día después del triunfo electoral de Michelle Bachelet; estimándose la ganancia de Caval en US\$4 millones. Esta situación fue considerada como un escándalo financiero por la falta de garantías de Caval, interviniendo el accionista mayoritario del banco para su concesión, y de tráfico de influencias por involucrar a diversos funcionarios públicos en cargos claves para la aprobación del instrumento de planificación territorial regional.

cometiendo actos de corrupción como el que suscitó la Ley Caval. Por esa razón, y dada la opacidad que caracteriza al mercado del suelo, se torna relevante emprender investigaciones que permitan comprender de forma estructural e institucional cuáles son los agentes que hacen negocio con el suelo urbano.

No obstante, escasas han sido las investigaciones que se han orientado a comprender la lógica de los distintos agentes que intervienen en el mercado del suelo. A inicios de los años 80', Sabatini y Donoso (1979; 1980) publican una serie de trabajos donde avanzan la hipótesis de una mayor penetración del sector financiero en el mercado del suelo en Santiago después de la liberalización del suelo de 1979. Pero más allá de dicha hipótesis planteada hace más de 30 años, no hay estudios sobre cómo operan los agentes económicos en el mercado del suelo en Chile. Al menos en lo que respecta al Área Metropolitana de Santiago, las investigaciones a la fecha disponibles han concentrado su atención sobre la formación de precios del suelo, con análisis de sensibilidad y análisis espacial para el modelamiento geoestadístico de las áreas geográficas más y menos valorizadas. Sin embargo, pocas investigaciones se han orientado a la comprensión de las lógicas de los agentes que participan del mercado del suelo y del desarrollo inmobiliario que consume suelo. Tampoco se ha tematizado cuál puede ser la repercusión que en el mercado del suelo genera la reestructuración de grupos económicos, la formación de nuevos conglomerados financieros, las nuevas asociaciones inmobiliario-financieras, la reorientación de los bancos hacia el rubro inmobiliario, etc.

Este trabajo pretende contribuir a llenar parte de este vacío en investigación. Particularmente, tematizar la penetración de capital financiero y nuevos inversionistas en el mercado del suelo de Santiago de Chile, desde ahora Área Metropolitana de Santiago (AMS). Se ha escogido como tópico de análisis la formación de reservas de suelo urbano que eventualmente estén llevando a cabo los agentes de intermediación financiera, es decir, bancos, aseguradoras, fondos de inversión, administradoras de pensiones, etc. Este trabajo se pregunta si es que efectivamente hay en esos agentes económicos un área de negocio específica orientada a intermediar y reservar suelo urbano para los ciclos más altos del desarrollo inmobiliario.

Una investigación precedente de Gasic (2016) ha evidenciado la alta participación de entidades financieras en la adquisición de terrenos para proyectos de casas en la periferia del AMS, donde los desarrolladores inmobiliarios se apoyan ya no sólo en las líneas de financiamiento externo sino en la compra de terrenos por agentes financieros que mantienen los predios en su propiedad hasta que se inicie el proyecto inmobiliario cuando sea comercialmente factible o preferible. Dicha investigación sirve como motivación para el presente trabajo, que ha focalizado el análisis en las transacciones de terrenos en el AMS entre 2010 y 2015, observando la participación de agentes financieros y luego concentrándose en los agentes que emerjan con mayor importancia. Se estudian las estrategias y lógicas de valorización de los capitales en el mercado del suelo, específicamente en el negocio de intermediación de terrenos y formación de reservas de suelo para desarrollo inmobiliario a mediano y largo plazo.

Aclarado el objetivo y alcance de este trabajo es necesario detallar las contribuciones que este ejercicio de investigación tiene para la política pública en Chile. En este sentido, se pretende contribuir con información descriptiva de alto interés para la política pública y el reconocimiento de los agentes económicos del mercado del suelo, entendiendo que cada vez se reconoce más

ampliamente la necesidad de intervenir este mercado y absorber parte de las rentas de quienes participan de estos negocios. Cualquier medida en esta dirección requiere un conocimiento mínimo de los agentes económicos implicados, cuestión que es difícilmente abordable dada la gran opacidad en el manejo de la información relativa a este mercado. Esto permitiría responder ¿Qué agentes inmobiliarios-financieros y qué ámbito del sector financiero se vería afectado por las reformas y medidas de intervención pública del mercado del suelo? Porque si la propiedad del suelo se ha traspasado a inversionistas o empresarios que han comprado con precios ajustados a expectativas de mercado—donde los propietarios originales han capturado íntegramente la renta del suelo—¿qué posibilidades hay de capturar las valorizaciones inmobiliarias sin afectar ganancias empresariales o financieras? Las implicancias económicas al respecto son evidentes.

En un segundo nivel, se espera aportar con evidencia empírica y análisis a una discusión sobre políticas públicas de generación de bancos de suelo de interés social. Actualmente la Política Nacional de Desarrollo Urbano contempla medidas de este tipo, pero con escasas especificaciones. Es una convicción de los autores de este trabajo que la política pública urbana requiere mayores precisiones y que éstas deben provenir del examen acucioso de las formas en que el sector privado, a través del mercado, está organizando el espacio urbano, incluido el control y la propiedad del suelo urbanizado disponible. Es posible que los instrumentos que emplean los inversionistas y entidades financieras en la formación de reservas de suelo sean replicables por instituciones públicas, a condición de reemplazar la lógica de la rentabilidad privada por la lógica del beneficio social de tener suelo público para las próximas generaciones.

1.2. Antecedentes sobre la importancia del mercado del suelo y los efectos sociales de su libre funcionamiento en Santiago de Chile

Santiago es un área metropolitana de siete millones de habitantes que concentra el 40% del peso económico y demográfico del país, considerando los más corrientes indicadores de actividad económica y población. En el ámbito demográfico destaca su balance neutral en el flujo migratorio interno, dejando atrás su anterior función receptora de migración y estabilizando su crecimiento anual en un 1% al igual que la tasa de crecimiento nacional. El mayor cambio demográfico radica en la disminución del tamaño de los hogares, llegando a un 58% de hogares con solo un hijo y 80% de hogares con cuatro o menos integrantes. En el ámbito socioeconómico, al igual que a nivel país, destaca la sustantiva reducción de la pobreza medida en ingresos, pasando de 34,5% en 1990 a 11,7% en 2015 y un crecimiento sostenido en los ingresos de la población dado el incremento en un 150% del PIB per cápita nacional en el mismo período.

En coherencia con estas tendencias se ha venido desarrollando notablemente un mercado inmobiliario más determinado por el aumento en el ingreso de los hogares que por el aumento en la demanda agregada. Por esta razón el comportamiento de los precios ha sido sostenidamente alcista, dada la capacidad del sector inmobiliario de captar el aumento en la capacidad de pago y/o de endeudamiento de los hogares, en base al descenso a la mitad de las tasas de interés para créditos hipotecarios durante la pasada década². El índice Real de Precios de la Vivienda de la

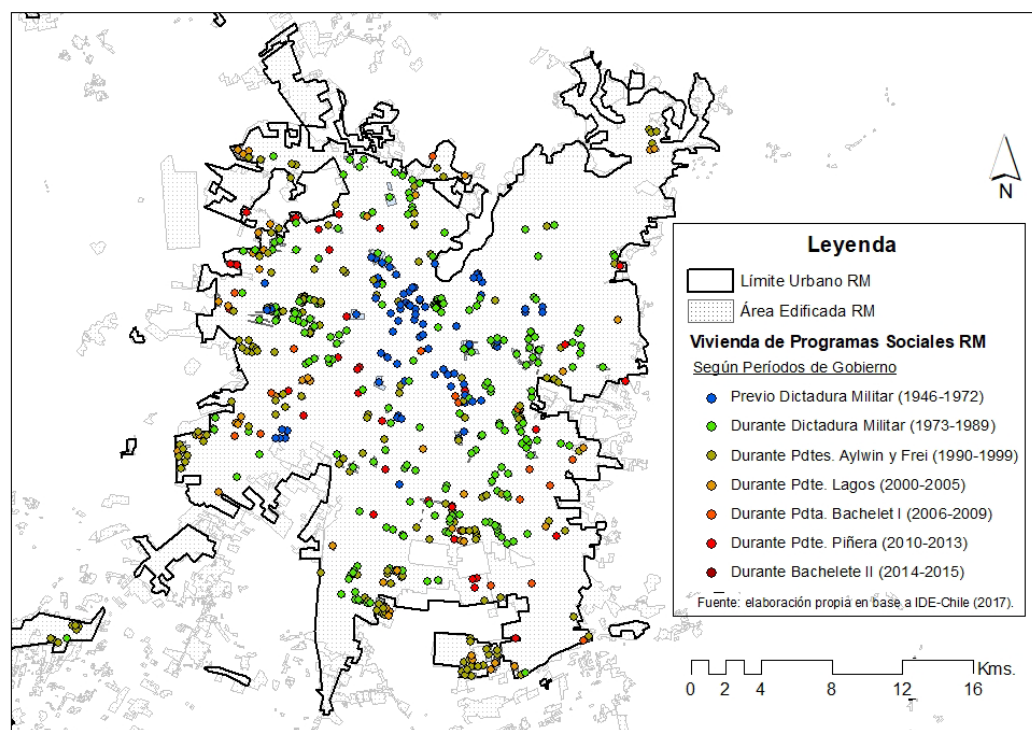
² De 8% a 4,5-5% entre 2000 y 2011, dependiendo el plazo de los créditos. Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras.

Cámara Chilena de la Construcción muestra un incremento de 75% entre 2004 y 2016, llegando a 167.500 USD el precio medio de la vivienda al 2016. En cuanto al volumen de producción propiamente, se registra un aumento relativamente considerable en el período “entre crisis”, es decir entre la crisis asiática de 1997 y la crisis *subprime* de 2008. Después de un crecimiento bastante moderado entre 1980 y 1996, durante el período 2000–2008 la producción de viviendas en Santiago pasó de niveles de oferta disponible en torno a 10.000 unidades en el año 2000 hasta llegar a cifras en torno a las 47.000 viviendas en el punto más alto de producción previo a la crisis³. Esta situación es relevante para el presente estudio, dado que se inicia en 2010 precisamente en la fase de reactivación del mercado poscrisis.

Pero no solo el mercado inmobiliario privado se ha desarrollado en Santiago sino también la producción de vivienda de interés social, bajo los distintos programas de la política habitacional chilena. Si bien ésta logró hacer descender a nivel nacional el déficit cuantitativo de viviendas pasando de 900.000 a 400.000 entre 1990 y 2005, las consecuencias negativas de una falta de control del mercado del suelo no se harían esperar. Por ello en 2006, durante el primer gobierno de Michelle Bachelet, se comenzó a enfocar la política en aspectos cualitativos, con reorientación hacia ámbitos de barrio y localización. Esto se debe a que uno de los principales problemas del modelo chileno de subsidio habitacional, además de la calidad y el tamaño de las viviendas, ha sido la localización periférica y segregada de la misma. Como han indicado Rodríguez y Sugranyes (2005), y luego la mayoría de los especialistas en la materia, el problema de “los con techo” es la integración social de los nuevos pobladores y su acceso a suelo urbanizado. Esto es dado que, como muestra la Figura 1, la política habitacional chilena ha generado—al menos en Santiago—una reproducción del patrón espacial de exclusión de los pobres de la ciudad. La figura muestra la localización de la vivienda social en Santiago, revelándose una dinámica de “periferización” en el período posterior a la Dictadura Militar (1973–1989), siguiendo la misma lógica en los sucesivos gobiernos.

³ Si bien el registro de las ventas efectivas de vivienda es más variable y no presenta un crecimiento continuo en el período, igualmente permite establecer al período 2000–2008 como uno de los ciclos de mayor expansión del mercado de viviendas en Santiago (coherente con ciclo internacional del sector inmobiliario en países como EEUU y España), aunque con una recuperación importante postcrisis donde el mercado continúa expandiéndose.

Figura 1: Localización de vivienda con subsidio de programas sociales aplicados entre 1946 y 2015 en Santiago.



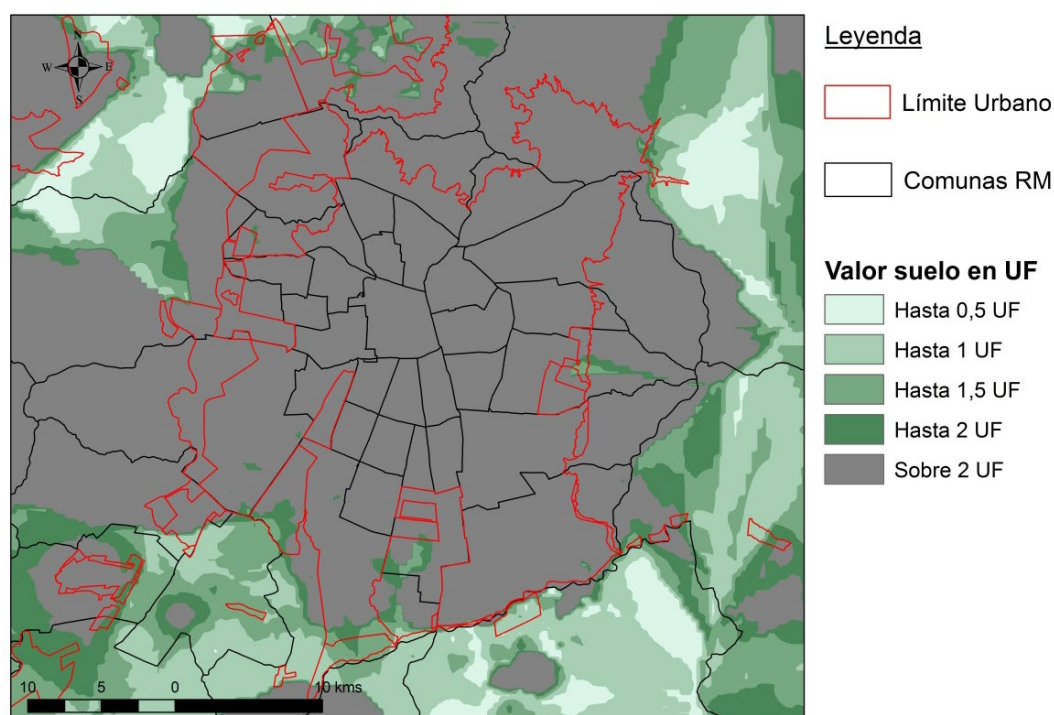
Fuente: elaboración propia en base a datos del Catastro parcial de condominios sociales del MINVU en Portal IDE-Chile (2017).

De esta forma, Santiago de Chile se consolida en el período reciente como una ciudad altamente segregadora (Ver mapa en Anexo 1) que, por una parte, presenta un mercado inmobiliario dinámico para los segmentos medio-altos y, por otra, un mercado subsidiado de vivienda altamente deficitaria en materia de integración social-urbana. Ambos submercados⁴ “compiten”, a su vez, por el suelo disponible de la ciudad, generando exclusión de los segmentos pobres. En este sentido, es de suma importancia notar que este fenómeno opera no sólo a nivel focalizado en las áreas de tradicional preferencia de los grupos medio-altos, sino que se amplifica a lo largo y ancho de la ciudad. Como ha detectado Sabatini *et al.* (2010) y Sabatini y Brain (2006), la expansión y colonización de condominios privados para segmentos medios en la periferia consolidada de la ciudad ha incentivado la suba en el precio de la tierra en toda el área metropolitana, con mayor tasa de incremento en la periferia. Esta situación genera efectos agregados sobre el conjunto de la población y particularmente sobre los segmentos pobres que se han ido localizando en la periferia, como se muestra en la Figura 1.

⁴ En rigor, la política habitacional chilena es habilitante de un submercado de vivienda para pobres, donde la gestión y la ejecución son privadas, incluso con ofertas sin previa organización de la demanda. El hecho de que el financiamiento sea en gran parte público no resta su carácter de mercado, aunque con evidentes restricciones.

Si se considera que con precios del suelo sobre los 2 UF/m² los subsidios habitacionales⁵ en Santiago se consumen completamente en la compra del terreno, desfinanciándose la construcción, es posible construir un mapa de exclusión de la vivienda social—en términos de incapacidad de costear la adquisición de terrenos para nuevos proyectos—y evidenciar que el precio del suelo ha alcanzado en todo el AMS un valor medio por encima del monto que se requiere para emplazar nueva vivienda social. La Figura 2 muestra una interpolación espacial⁶, donde se evidencia este problema de exclusión social-urbana. La mancha de color gris representa la zona con precios sobre el máximo costeable por el subsidio, dejando en el AMS sólo algunas “islas” de espacios bajo los 2 UF/m² (en tonalidades de verde).

Figura 2: Espacio donde el subsidio habitacional no alcanza bajo condiciones normales para comprar suelo en el AMS, 2010–2015.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Inciti (2017).

1.3. Antecedentes históricos e institucionales sobre la liberalización del mercado del suelo en Santiago

El diagnóstico recién expuesto ha sido ampliamente compartido por autoridades políticas, planificadores urbanos, académicos e incluso la sociedad civil organizada. Usualmente, todos hacen referencia a los efectos socialmente regresivos que tuvo la liberalización del suelo urbano en Santiago durante la Dictadura. Se alude a la promulgación de la Política Nacional de

⁵ Este valor de 2 UF/m² es comúnmente referenciado por profesionales del sector público—de manera informal—y sirve de guía para fijar el piso mínimo sobre el cual se desencadenan procesos de exclusión espacial de la vivienda social.

⁶ Realizada con el Método Kriging.

Desarrollo Urbano de 1979, la cual definió que el suelo no era un bien escaso y que debían concurrir a él libremente los agentes del mercado, eliminando las restricciones públicas a la oferta. Sin embargo, la PNDU sería apenas el corolario de un proceso más amplio, no sólo de liberalización sino de fomento a la incorporación de terrenos al circuito de producción inmobiliaria privada (Gasic, en prensa).

En particular, entre 1974 y 1979, antes de la PNDU, se implementaron una serie de cambios regulatorios y de política urbana orientados a facilitar el ingreso de capital de empresas inmobiliarias y de la construcción al mercado del suelo. Destacan en este sentido las medidas tomadas para reducir los impuestos a la tenencia y transacción de tierras, a través de disminución en la tasa de impuesto de transferencia de bienes raíces desde un 8% a un 0,5% (entre 1976 y 1980) y eliminación de los impuestos a los sitios vacantes en 1976.

De esta forma, más que el restablecimiento de un libre mercado del suelo, entre 1974 y 1979 se fomentó la constitución de un sector inmobiliario capitalizado de terrenos, que permitiría el despliegue del conjunto de los capitales del sector de la construcción acumulados en décadas previas. Considérese que Chile atravesó en los años 60' una fase de explosión del sector de la construcción en coherencia a un período de pretensiones desarrollistas con fomento a la producción, en este caso de infraestructura y edificaciones (básicamente vivienda) para solventar las fuertes migraciones intranacionales campo-ciudad de la época⁷.

Estas políticas de fomento a la construcción—no necesariamente a la privatización del suelo—permitieron incubar un sector productivo con capacidad de acumulación de capital. Dicha fase de acumulación en un sector propiamente productivo (1960–1973), propulsado por el Estado y su gestión inmobiliaria pública, sentó la base para un posterior proceso de apertura a un mercado inmobiliario posibilitado por las reformas urbanas y de liberalización del suelo aplicadas entre 1974 y 1979. Por ello, en vez de *liberalización*, debemos comprender que las reformas impulsadas en los años 70' correspondieron a una fase particular del proceso histórico de desarrollo urbano de Santiago caracterizado por la *mercantilización del suelo* y el ingreso de nuevos capitales a la valorización inmobiliaria. A diferencia de fases anteriores donde la gestión del suelo era realizada por el Estado o por los propietarios tradicionales de los terrenos, lo que se observará en los años 80' será el fuerte ingreso de capitales financieros al negocio de la tierra (Sabatini y Donoso 1979; 1980).

Como sostienen Harvey (1974), Hudson (2010) y Christophers (2017), la transformación del suelo urbano en activo financiero ha sido una de las formas de refugio del capital en las grandes áreas metropolitanas del mundo, especialmente cuando descienden las tasas de interés y hay exceso de liquidez. Para el caso de Santiago, Sabatini y Donoso (1979; 1980) plantearon anticipadamente los efectos que tendría la liberalización del suelo urbano en la configuración de una nueva clase de propietarios de la tierra, conformada por entidades financieras y particularmente bancarias (Sabatini y Donoso 1979; 1980).

⁷ Entre 1940 y 1959 la superficie de vivienda autorizada a nivel nacional se mantuvo entre los 500.000 y 800.000 m², y luego, tras la aplicación del D.F.L-2 en 1959, se logra más que duplicar la cifra, llegando a los 2 millones de m² de vivienda autorizados en dicho año. Luego de eso la construcción de viviendas se mantiene estable con fluctuaciones menores hasta la crisis de 1982-1983, donde se dispara aceleradamente hasta 1997 llegando a superar los 9 millones de m² autorizados para vivienda, que caen luego abruptamente por la crisis asiática a niveles en torno a los 6 millones de m² entre 1999 y 2002.

No obstante, debido a las dificultades en acceso a información, pocos esfuerzos de base empírica han corroborado o medido la validez de estos planteamientos. Como existe mayor disponibilidad de información de precios—o estimaciones de éste con base en oferta y tasaciones—que de propiedad, y debido a los enfoques neoclásicos que se han impuesto por sobre los estudios de carácter económico-social, hasta la fecha estos planteamientos hipotéticos no han sido corroborados. El presente estudio se orienta a salvar esa brecha de investigación, testeando la hipótesis de penetración del sector financiero en la conformación de reservas de tierra para desarrollo inmobiliario, planteadas originariamente por Sabatini y Donoso (1979; 1980).

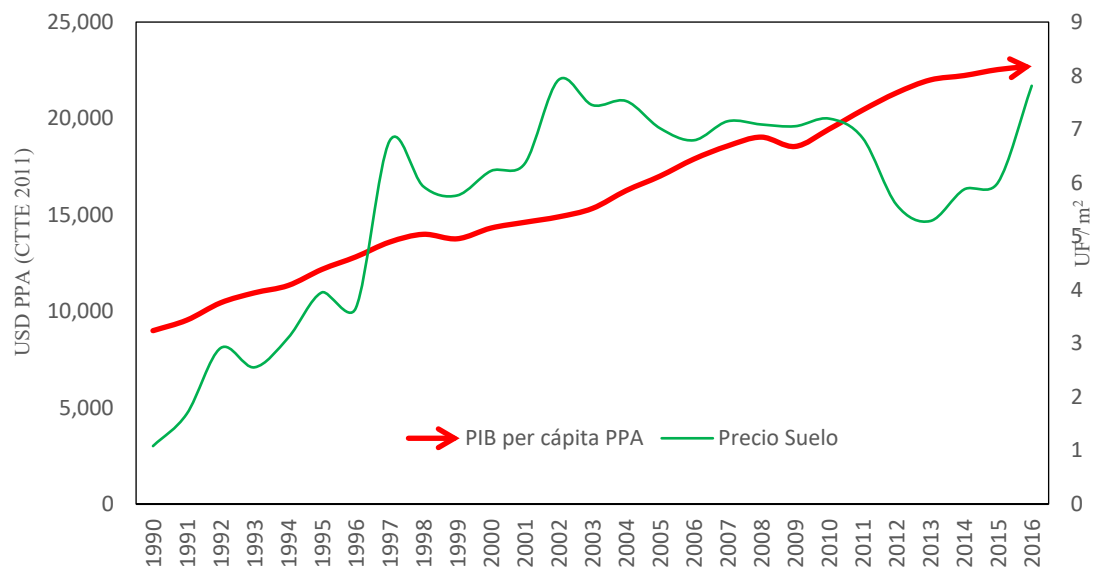
1.4. Antecedentes del mercado del suelo de Santiago para un estudio de reservas e intermediaciones financieras en el período 2010–2015

Los precios de toda mercancía inmobiliaria se determinan por la curva de la demanda, dada la inexistencia de costo de producción de la localización que éstas consumen u ocupan. Por lo mismo, los precios del suelo urbano—según la teoría clásica de la renta de la tierra—se explican a partir de deducciones de los precios de los productos inmobiliarios finales (de vivienda y edificaciones de otros usos). Articulando ambas proposiciones teóricas se infiere la necesidad de comenzar el estudio de los precios del suelo urbano a partir de su relación positiva con los ingresos disponibles por el lado de la demanda, o más particularmente con la capacidad de consumo, ahorro y endeudamiento de los hogares.

La Figura 3 muestra la covariación del PIB per cápita en Chile—tomado como proxy del ingreso de los hogares—y el precio del suelo promedio ofertado en todo Santiago. Si bien ambos aumentan de manera notoria, las inflexiones en el precio del suelo son mayores y obedecen a los distintos ciclos del desarrollo inmobiliario en Santiago, mientras el comportamiento del PIB per cápita nacional mantiene una tendencia larga de crecimiento sostenido incluso desde algunos años antes del inicio de esta serie de datos (postcrisis 1982–1984).

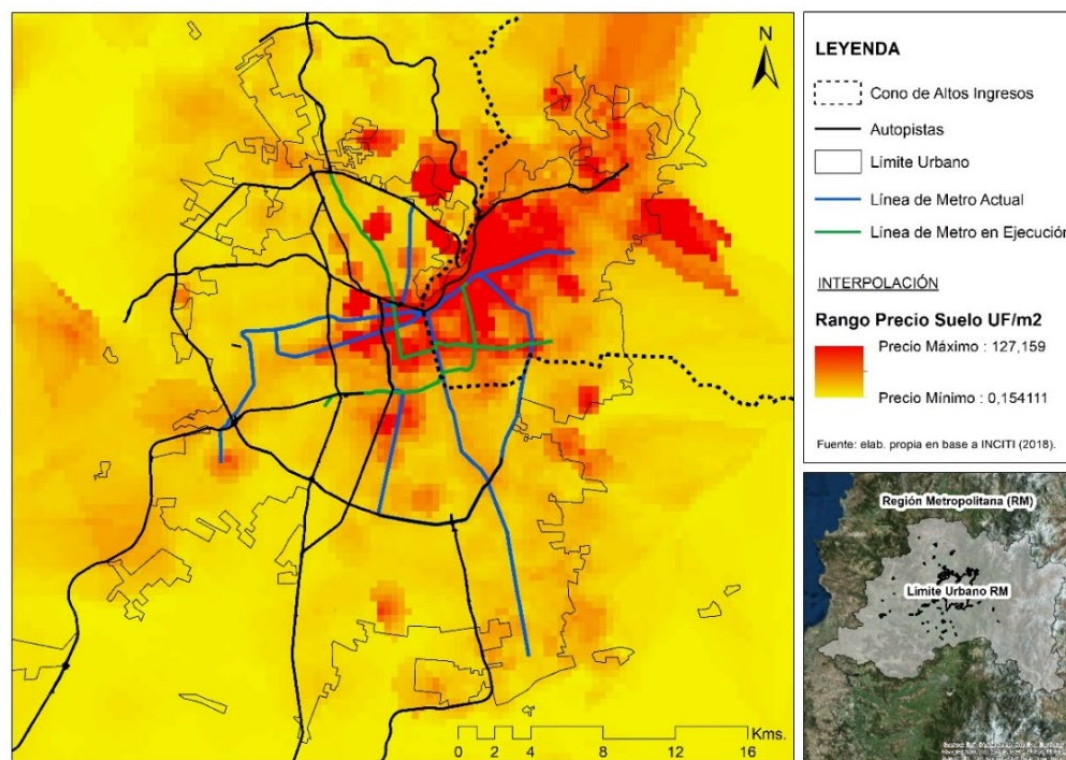
Los valores registrados muestran una evolución del PIB per cápita nacional de 157% en los últimos veinticinco años, pasando de USD 9.000 en 1990 a USD 22.500 registrados actualmente (manteniendo Paridad de Poder Adquisitivo con valores constantes al 2011). Como se constata en la literatura económica referida al caso chileno, este rápido incremento ha implicado una elevación de los ingresos de las capas medias, activando su capacidad de consumo y fomentando el endeudamiento vía abaratamiento de los créditos hipotecarios desde inicios de los 2000. Este es uno de los factores clave que explican el aumento sostenido de las ventas y precios de la vivienda en Chile, particularmente en el Área Metropolitana de Santiago (AMS).

Figura 3: Variación del precio del suelo ofertado en Santiago y del PIB per cápita en Chile (corregido por PPA)



Fuente: elaboración propia en base a datos de Banco Central y Pablo Trivelli Cía.

Figura 4: Mapa de precio del suelo en Santiago, 2010–2015. Valores interpolados a partir de transacciones de terrenos.



Fuente: elaboración propia con datos de CBR metropolitanos obtenidos de Inciti (2017).

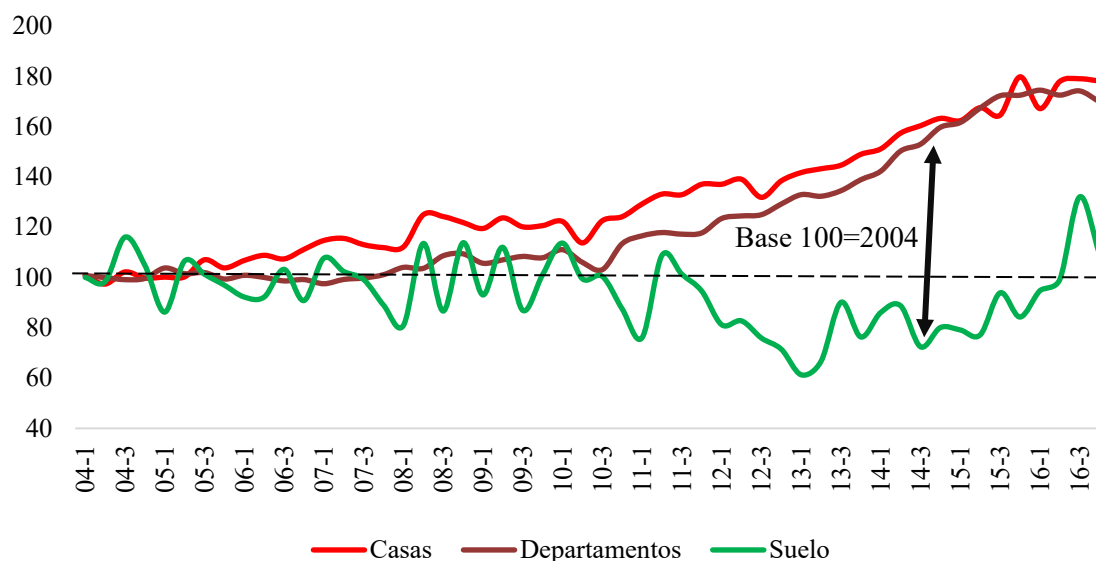
A su vez, la dinámica del mercado habitacional se constituye en el principal factor explicativo del incremento en los precios del suelo urbano, que en el AMS han pasado de un promedio de 1,7 UF/m² a 7,8 UF/m² entre 1990 y 2016. Este significativo aumento del precio del suelo ha mostrado un comportamiento espacial siguiendo el clásico gradiente de distancia al centro, aunque con una expansión de los valores más altos hacia lo que se conoce como el “Cono de Altos Ingresos” de la ciudad, ubicado en la zona nororiente. La zona sur y sur-poniente de la ciudad son aquellas con valores más bajos, lo que muestra consistencia con la geografía de la vivienda social que se mostró anteriormente. La Figura 4 permite observar el patrón espacial de los precios del suelo en el período de este estudio y testear dicha similitud.

No obstante, si bien la evidencia empírica muestra que el precio del suelo sube constantemente y que, en general, es la demanda derivada del sector habitacional la que estructura el mercado del suelo, al comparar la evolución de los precios de suelo y vivienda en Santiago en los últimos doce años⁸ se registra un cierto desacople entre el aumento de los precios de casas y departamentos y la variación más inestable del precio del suelo. En los últimos diez años éste no registra grandes incrementos, descendiendo incluso su valor unitario (UF/m²) para el período de interés de este trabajo y mostrando cierto repunte hacia el 2016. Como muestra la Figura 5, hay

⁸ Se pretende construir la serie histórica más larga posible, pero todavía no se dispone de índices de precio de la vivienda de antes de 2004 (Índice CChC). Sería óptimo tener un índice desde la década de los 80’, dado que el registro de precio del suelo está disponible desde 1982.

un desacople entre variación vivienda-suelo, con un crecimiento sostenido del precio de casas y departamentos, principalmente desde fines de 2010, y un comportamiento variable incluso a veces con leves bajas en lo que respecta al precio del suelo.

Figura 5: Comparación entre índices de precio de vivienda (casas y departamentos) y de precio del suelo en Santiago. Variación trimestral 2004–2016, Base 100=2004.

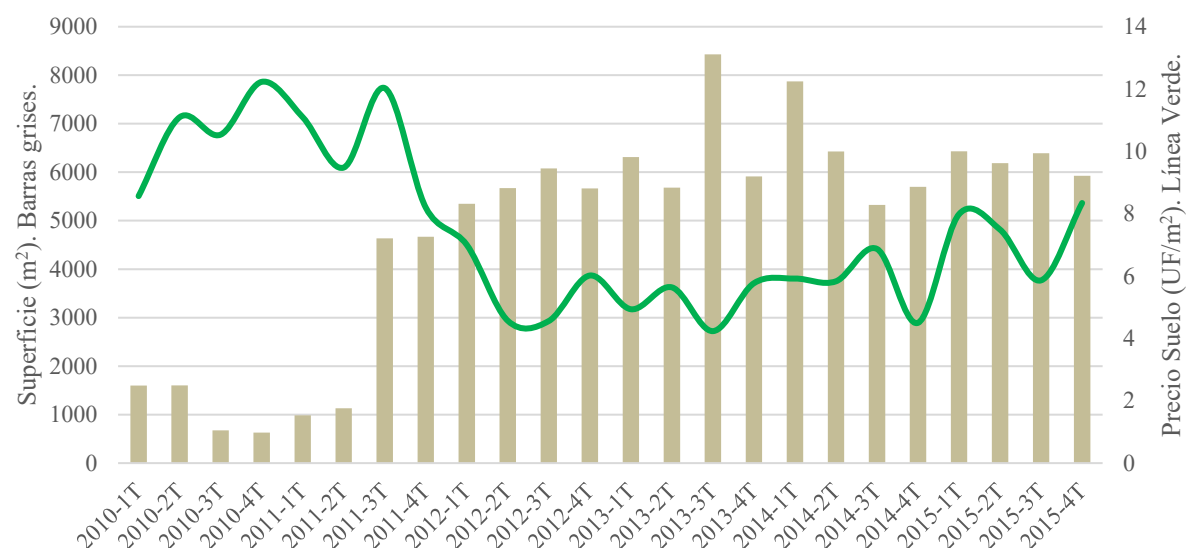


Fuente: elaboración propia en base a datos de la Cámara Chilena de la Construcción y de Pablo Trivelli y Cía.

Teórica y empíricamente hay respaldo para sostener que el precio del suelo tiene usualmente comportamientos más variables que el precio de la vivienda, dado que ésta incorpora un componente de costo de producción que estabiliza el precio final del producto inmobiliario. De esta forma puede observarse que, entre 2004 y 2010, la evolución del precio del suelo mantiene un registro similar a la evolución del precio de las casas y departamentos, pero con oscilaciones de corto plazo considerables. Lo que parece difícil de explicar, sin embargo, es que los precios unitarios del suelo (UF/m^2) estén estancados e incluso descendiendo levemente entre 2011 y 2015. La Figura 6 muestra esta tendencia según precios promedio reales del conjunto de transacciones de terrenos entre 2010 y 2015, los cuales muestran un descenso entre 2010 y mediados de 2013, con cierto repunte hacia 2015. En cualquier caso, esta tendencia no es tan marcada como la que se grafica en la Figura 5, en la cual el estancamiento del precio del suelo se observa en su relación con el incremento sostenido de los precios de la vivienda.

Sin embargo, la explicación a esta situación radica en el tamaño de los predios que se están ofertando y vendiendo en el mercado en los últimos años. Al observar la Figura 6 se aprecia que la tendencia a la baja y mantención del precio del suelo se complementa con una orientación del mercado hacia terrenos de mayor superficie, con un abrupto quiebre a mediados de 2011. La relación inversa entre precio unitario y superficie explica buena parte de la tendencia comentada.

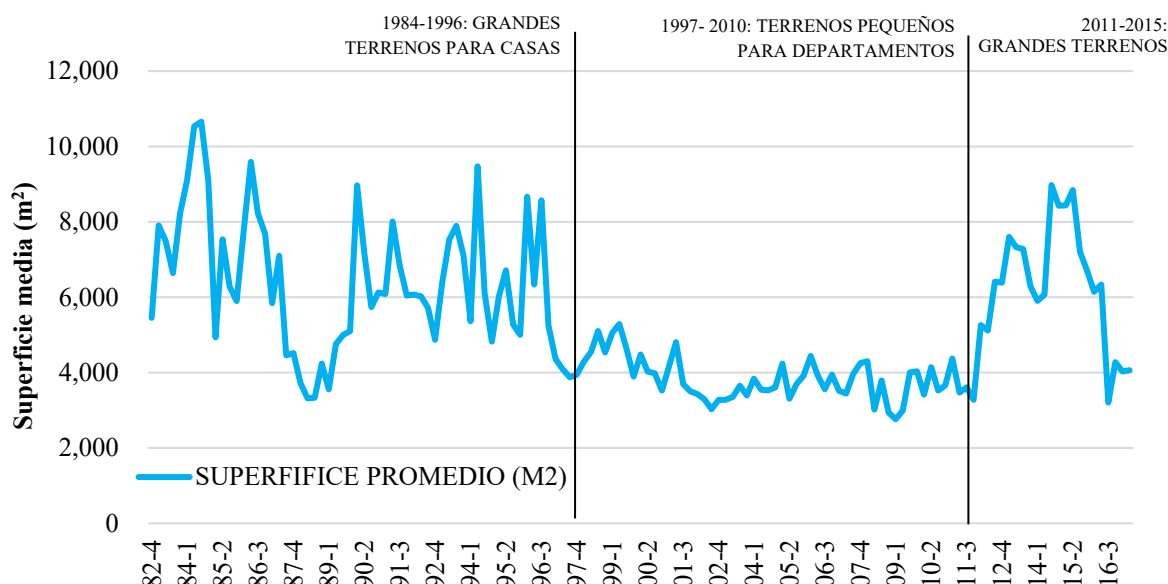
Figura 6: Variación temporal por trimestre del precio y la superficie media de los terrenos transados entre 2010 y 2015.



Fuente: elaboración propia con datos de CBR metropolitanos levantados por Inciti.

Confirmando esta situación, los datos del Boletín del Mercado del Suelo de Pablo Trivelli y Cía. graficados en la Figura 7—on una perspectiva temporal de mayor alcance—muestran que, si bien entre los 90' y los 2000' se produjo una reducción sostenida del tamaño de los predios ofertados en Santiago, entre 2011 y 2016 se revirtió drásticamente dicha tendencia. Es decir, este fenómeno de estancamiento coyuntural del precio del suelo se debe a una reorientación hacia terrenos más grandes con precios unitarios más bajos. El hecho de que la oferta de suelo en Santiago pareciera estar volviendo a concentrarse sobre los grandes terrenos en los últimos años, preferentemente ubicados en la periferia, se debe en parte a la aprobación de la ampliación del límite urbano de Santiago en el año 2013 mediante la polémica Modificación 100 del Plan Regulador Metropolitano de Santiago (PRMS-100), donde se incorporan 10.000 hectáreas al área urbana de la ciudad.

Figura 7: Variación trimestral de superficie media de los terrenos ofertados en Santiago entre 1982 y 2016.



Fuente: elaboración propia en base a datos del Boletín del Mercado del Suelo de Pablo Trivelli y Cía.

La situación recién descrita abre una ventana a esta investigación, toda vez que la orientación del mercado hacia terrenos más grandes, usualmente emplazados en zonas periféricas, puede estar asociada a inversiones de más largo plazo que requieran participación de entidades financieras en la adquisición del suelo. Es razonable que, en terrenos céntricos, más reducidos y de rotación más rápida, las empresas de desarrollo inmobiliario ejecuten más rápidamente los proyectos sin necesidad de procesos de bodegaje e intermediación financiera del suelo. Por ello, los antecedentes que se acaban de entregar robustecen la necesidad de estudiar específicamente en este período 2010–2015 las adquisiciones financieras de suelo, aun cuando la delimitación temporal está en rigor definida por la disponibilidad de los datos.

II. Objetivos de Investigación

2.1. Objetivo general:

Analizar la participación de agentes financieros en el mercado de suelo urbano del Área Metropolitana de Santiago, con objeto de sustentar empíricamente la discusión pública sobre bancos de suelo de interés social en Chile.

2.2. Objetivos específicos:

- Identificar y caracterizar los agentes que participan del mercado de suelo en Santiago según actividad económica principal declarada.
- Identificar y caracterizar los agentes de intermediación financiera que participan del mercado de suelo en Santiago.
- Analizar las estrategias de formación de reservas de suelo privado por parte de agentes de intermediación financiera en Santiago.

III. Resultados

1.1. Descripción general del mercado del suelo

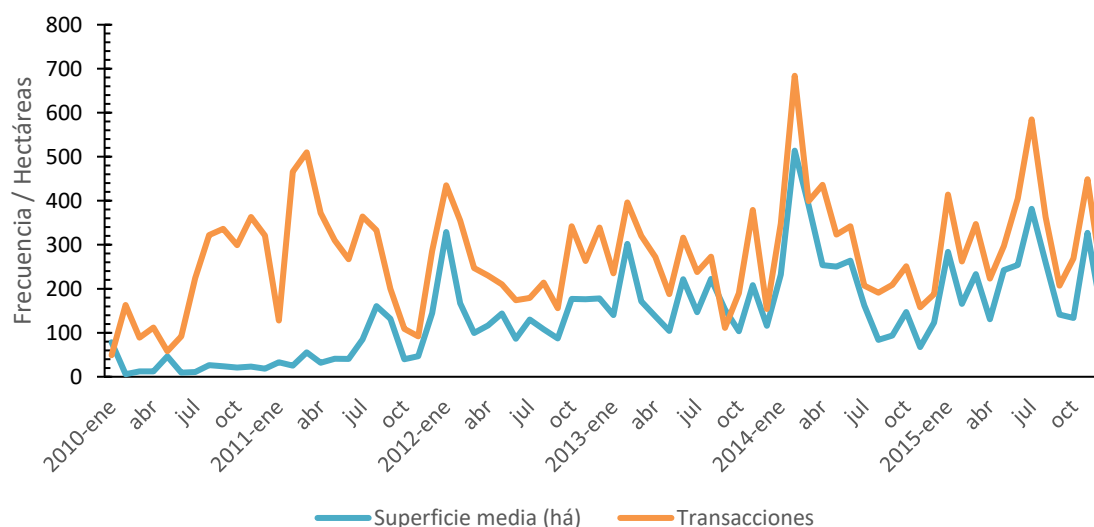
El mercado del suelo de Santiago registra un total de 19.871 transacciones entre los años 2010 y 2015, con una media anual de 3.300 compraventas. En cuanto al volumen de suelo en el mercado se obtiene un total de 9.010 hectáreas transadas en el período, con una media anual de 1.500 hectáreas, lo que representa un flujo anual aproximado equivalente a un 12% de las 76.996 hectáreas del Área Metropolitana de Santiago (AMS)⁹. Sin embargo, este volumen de superficie no representa un flujo al mercado inmobiliario propiamente, ya que los terrenos no “ingresan al mercado” sino que se mueven dentro de él. Para obtener un dato con mayor validez sobre ingreso de suelo al mercado es necesario descontar los terrenos transados más de una vez—individualizando los roles prediales¹⁰—y, con ello, se logra estimar un flujo neto de 7.455 hectáreas, correspondientes a casi el 10% del AMS.

La Figura 8 muestra la frecuencia mensual de transacciones y la superficie transada, evidenciando nuevamente que durante los años 2010 y 2011 se transan terrenos sustantivamente más pequeños que en los años siguientes. Ambas curvas se comportan similar y con una escala cercana a 1:1 dado que las superficies medias no distan de una hectárea, salvo en los primeros años donde la curva de transacciones se distancia por arriba de la curva de superficie transada.

⁹ Estimación realizada al sumar la superficie dentro del límite urbano más la superficie de los polígonos de planificación por condiciones y de la Modificación PRMS-100.

¹⁰ Considérese que, en ocasiones, hay más de una transacción por predio en el período, lo cual implica que de las 19.871 transacciones puede individualizarse un total de 16.624 predios, según Rol de Propiedad inscrito en los Registros de Propiedad del CBRS.

Figura 8: Frecuencia de transacciones y superficie transada por mes, enero 2010–diciembre 2015.

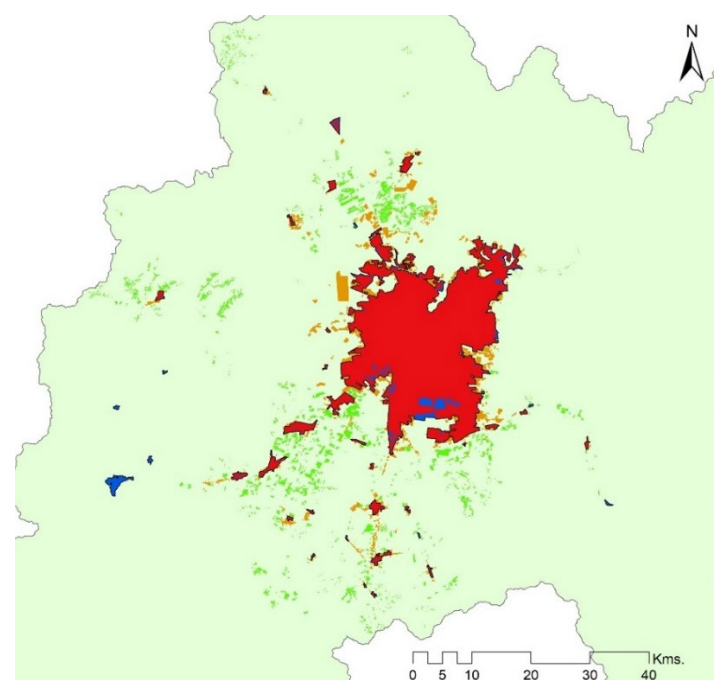


Fuente: elaboración propia con datos de los CBR metropolitanos, recolectados por Inciti.

No obstante, dentro de este flujo de terrenos transados están incluidas todas aquellas propiedades que los Conservadores de Bienes Raíces rotulan como “sitio” o “parcela”, razón por la cual se comprenden terrenos urbanos y no urbanos. La Figura 9 distingue entre terrenos ubicados dentro y fuera del límite urbano de la Región Metropolitana de Santiago, con núcleo urbano principal en el Área Metropolitana de Santiago. Se catastran 7.086 transacciones dentro del Área Urbana, 188 de las cuales se localizan en frentes de expansión que tienen normativa urbana pero no están dentro de áreas edificadas¹¹. Fuera del área urbana se encuentran 8.446 terrenos donde tampoco hay edificaciones contiguas, mientras 2.549 transacciones han sido realizadas sobre áreas no urbanas, pero donde sí existen edificaciones contiguas (aeropuerto, industrias, viviendas y otras edificaciones permitidas fuera del límite urbano). Por último, se computan 1.777 terrenos transados en áreas de loteo de parcelas agro-residenciales, propias de la dinámica urbana e inmobiliaria de las comunas periurbanas de Santiago.

¹¹ Para revisar la metodología de estimación de áreas edificadas revisar Pezoa (2017). Mario Pezoa ha contribuido al presente estudio con las coberturas espaciales que él construyó en el marco del Proyecto Fondecyt 1141157. Se agradece su colaboración y la facilitación de los datos a los investigadores del proyecto.

Figura 9: Áreas Urbana / No Urbana y Edificada / No Edificada de Santiago.



Áreas de Localización	Transacciones	%
Área Urbana Edificada ■	6.898	34,71%
Área Urbana No Edificada ■	188	0,95%
Área de Parcelamientos ■	1.777	8,94%
Área No Urbana Edificada ■	2.549	12,83%
Área No Urbana No Edificada ■	8.446	42,50%
No localizados	16	0,08%
Total general	19.871	100,00%

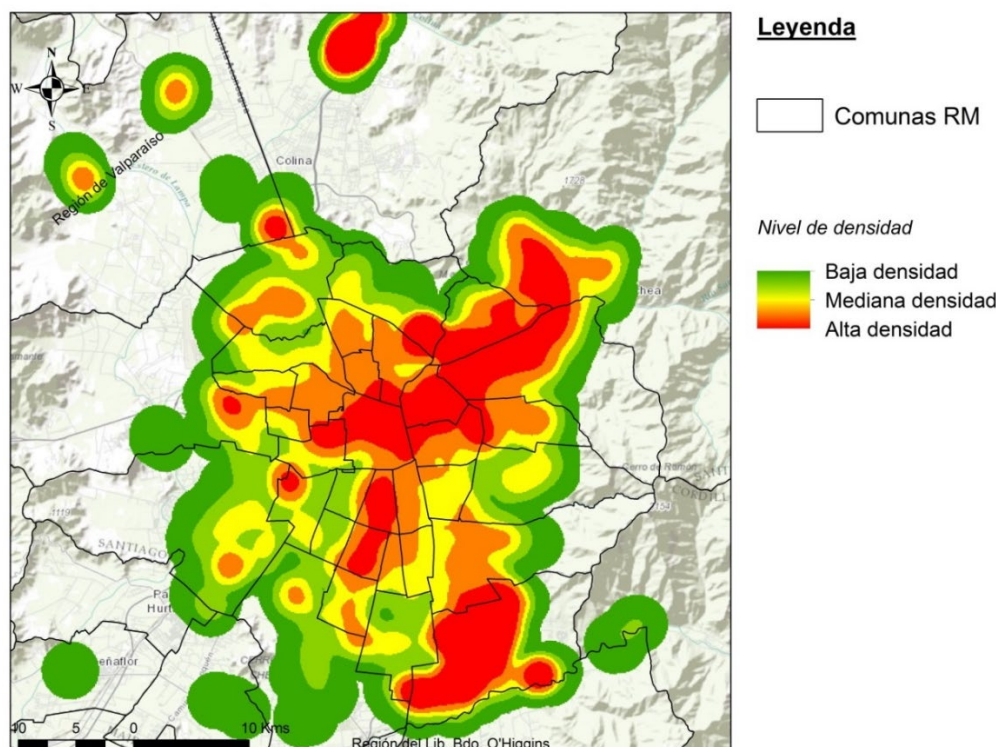
Fuente: elaboración propia (2018).

Para observar el patrón de comportamiento espacial del mercado se efectuó un análisis de densidad¹², relevándose en la Figura 10 las principales concentraciones en el centro oriente, además de la comuna de Puente Alto y la comuna periurbana—o más bien núcleo urbano satelital a Santiago—de Colina. Se observa además un patrón axial en torno al eje Gran Avenida. Lo relevante a este respecto es notar que, a pesar de que las áreas centrales tengan menos suelo disponible, el mercado se concentra en ellas en términos de cantidad de operaciones, aunque el volumen de superficie sea menos considerable¹³. Como en esta investigación el ejercicio fundamental corresponde a los agentes que aparecen en las transacciones y no la cantidad de suelo que transan, se elabora sólo este mapa indicativo del patrón de concentración de las transacciones que se analizarán.

¹² Para esto se utilizó el Método de Análisis de Densidad de Kernel.

¹³ Considérese que la base de datos incluye como terrenos todos aquellos bienes raíces que hayan sido inscritos como sitios o parcelas en las escrituras de los títulos de propiedad, por lo que el dato referido a las áreas centrales incorpora casonas e inmuebles transados y adquiridos como terrenos, por lo que puede no corresponder con la existencia formal de sitio eriazo—según la definición del Servicio de Impuestos Internos—o con la existencia física de una superficie de suelo no construida.

Figura 10: Concentración de transacciones de suelo en Área Metropolitana de Santiago.



Fuente: elaboración propia en base a datos de Inciti (2017).

1.2. Predominio del sector financiero

El primer elemento que destaca en la caracterización de los compradores de terrenos en Santiago es la participación extraordinariamente alta de rubros económicos declarados en el Servicio de Impuestos Internos como “intermediación financiera”, con un total de 2.901 propiedades representativas del 39% de las adquisiciones que han realizado personas jurídicas—sólo excluidas las personas naturales—entre los años 2010 y 2015 (Figura 11). En un sentido puramente descriptivo este registro revela una muy fuerte penetración financiera en el mercado de suelo de Santiago.

No obstante, y consistente con lo previsible, también es alta la participación del rubro de “actividades inmobiliarias, empresariales y de alquiler”—es decir, entidades inmobiliarias—las cuales compran un total de 1.993 terrenos, representativos del 27% de las adquisiciones. Entre entidades financieras e inmobiliarias la participación llega a 66%, lo cual no debiese sorprender dado que el resto de las actividades económicas no consumen suelo de manera periódica. Lo que sí es indudablemente novedoso—por ahora sólo en lo que respecta a su magnitud—es la dimensión que adquieren las entidades financieras, llegando a una cantidad de transacciones superior a las actividades inmobiliarias naturalmente vinculadas a las adquisiciones y enajenaciones de bienes raíces. Este hallazgo hasta la fecha había sido parcialmente explorado por Gasic (2016), y en esta ocasión se confirma y actualiza con la base de datos que ha dispuesto Inciti para esta investigación.

A nivel de superficie total transada—sin descontar las compraventas entre agentes del mismo rubro—se asciende a un registro de 2.759 hectáreas adquiridas por entidades financieras, las cuales representan un 3,6% de la superficie del Área Metropolitana de Santiago. Si se anualiza el resultado, se obtiene una cantidad de 460 hectáreas adquiridas por entidades financieras al año, lo cual representa tres cuartas partes de la superficie de suelo consumido en un año en la ciudad, tomando como base el consumo de suelo de 640,5 hectáreas anuales identificado por MINVU (2012) entre 2003 y 2009. Si bien es indispensable descontar las transacciones al interior del conjunto de entidades financieras para obtener un valor correspondiente al rubro, los valores hasta ahora presentados muestran una participación muy relevante de estas entidades en la adquisición de suelo en Santiago.

Figura 11: Resumen de adquisiciones por rubro informado en SII. Principales categorías.

	Superficie Transada (ha)	Transacciones	Participación (%) observada	Participación (%) estimada
INTERMEDIACIÓN FINANCIERA	2.759	2.901	19,7	24,8
ACTIVIDADES INMOBILIARIAS	1.704	1.993	13,6	17,0
INDUSTRIAS MANUFAC. NO METÁLICAS	534	623	4,3	5,3
CONSTRUCCIÓN	403	600	4,1	5,1
COMERCIO	223	402	2,7	3,4
AGRICULTURA, GANADERÍA, CAZA Y SILVI.	375	336	2,3	2,9
SUMINISTRO DE ELECT., GAS Y AGUA	59	146	1,0	1,3
ADM. PUBLICA Y DEFENSA	61	93	0,6	0,8
OTROS RUBROS	226	337	2,3	2,9
TOTAL RUBROS	6.383	7.431	50,5	63,4
PERSONAS NATURALES	2.037	7.275	49,5	36,6
TOTAL	8.420	14.706	100	100

Fuente: elaboración propia con datos del CBRS y el SII (2017).

1.3. Diferenciación entre inversionistas y entidades financieras.

Al desagregar los datos a nivel de actividades económicas se observa que la mayor cantidad de adquisiciones de terrenos las efectúan “sociedades de inversión y rentistas de capitales mobiliarios” (SIR), es decir, inversionistas que compran bienes raíces sin orientarlos a un uso productivo—incluyendo producción inmobiliaria—y que su interés es únicamente el beneficio obtenido del flujo de renta o el diferencial de precio de venta. Estas sociedades suman un total de 1.761 terrenos comprados en el período, es decir el 64% de las adquisiciones financieras y el 24% del total de adquisiciones (descontadas personas naturales). Estas sociedades de inversión (desde ahora SIR) adquieren en el período una superficie estimada total de 1.675 hectáreas (flujo, no stock), con una inversión total en torno a 40 millones de UF.

Además de las sociedades de inversión, es posible observar otro grupo de agentes de intermediación financiera cuantitativamente menos representativos, pero cualitativamente muy relevantes. A saber, un 14% de las transacciones en el período (1.008 terrenos, con una superficie estimada de 1.456 hectáreas) han sido adquisiciones de bancos y compañías de

seguros de vida, ambas con una participación casi idéntica en volumen de compras y superficie total adquirida.

Figura 12: Resumen de adquisiciones por Actividad Económica informada en SII. Principales categorías.

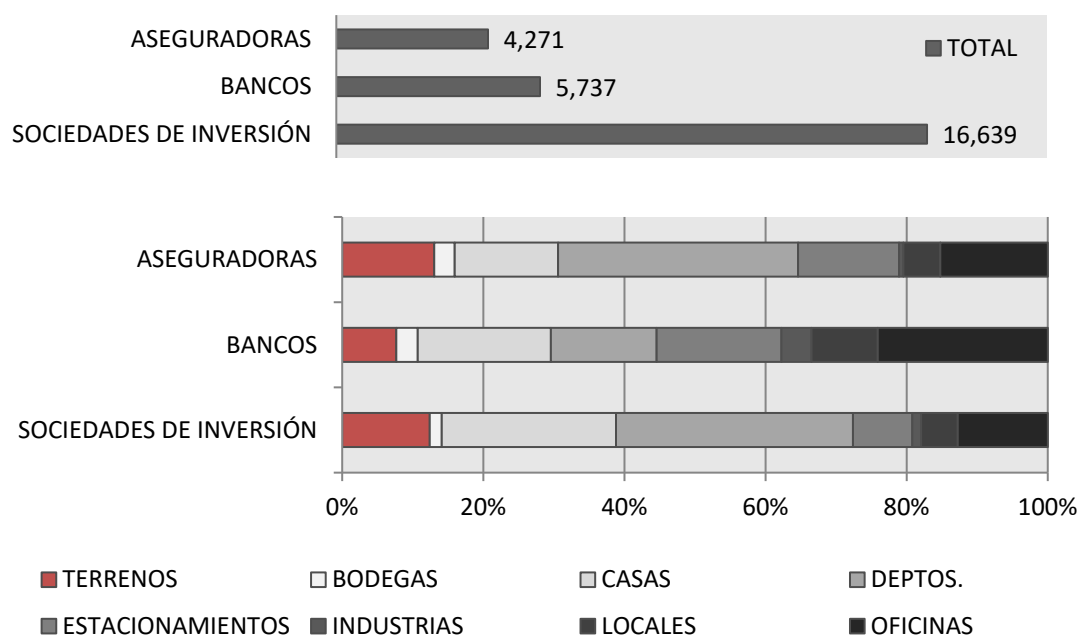
	Superficie transada (ha)	Transacciones	Participación (%) observada	Participación (%) estimada
SOCIEDADES DE INVERSIÓN	1.675	1.761	12	15
COMPAÑÍAS DE SEGURO DE VIDA	953	632	4,3	3,2
BANCOS	503	456	3,1	2,3
TOTAL ACTIVIDADES	8.240	7.431	50,5	63,4
PERSONAS NATURALES	706	7.275	49,5	36,6
TOTAL	17.186	14.706	100	100

Fuente: elaboración propia con datos del CBRS y el SII (2017).

Sin embargo, estas tres entidades financieras no participan exclusivamente de la compra de suelo sino del mercado inmobiliario en su conjunto. Empleando extensivamente la base de datos de Inciti para el conjunto de transacciones de bienes raíces se detecta entre 2010 y 2015 un movimiento total de 28.903 transacciones hacia el sector financiero, considerando un conjunto de 63.990 adquisiciones de personas jurídicas identificadas para un total de 456.798 transacciones incluidas personas naturales (355.349) y sociedades sin identificación (31.363). De estas casi 30 mil adquisiciones financieras 16.639 corresponden a sociedades de inversión, 5.737 a bancos y 4.271 a aseguradoras. No obstante, porcentualmente los bancos compran menos terrenos (7,6%), mientras aseguradoras y sociedades de inversión casi duplican su participación con 13% y 12,3% respectivamente (Ver Figura 13).

Estos datos permiten decir que: 1) las tres entidades observadas compran menos terrenos que otros activos inmobiliarios como casas, departamentos u oficinas, no siendo entonces el negocio de los terrenos el principal para ninguna de ellas; 2) las sociedades de inversión participan mucho más que las otras dos entidades en todo el mercado inmobiliario, no sólo en suelo; 3) las aseguradoras compran más terrenos que los bancos a pesar de participar menos del mercado inmobiliario en su conjunto, aun cuando los datos no permiten conclusiones muy taxativas al respecto.

Figura 13: Participación de entidades financieras en el mercado inmobiliario en general.



Fuente: elaboración propia en base a Base de Datos de Transacciones Inmobiliarias de Inciti (2018).

Hay razones suficientes para diferenciar cualitativamente a las SIR de las entidades bancarias y aseguradoras. El primer elemento destacable son los niveles de concentración de actividad por parte de agentes particulares, donde las SIR se encuentran en niveles de desconcentración—que tal vez puede interpretarse como fragmentación societaria—mucho más alta que en el caso de los bancos y Compañías de Seguros de Vida (desde ahora CSV). Al observar las identificaciones societarias de las SIR—mediante Nombre de Sociedad y Rol Único Tributario—se nota la presencia de un número muy alto de agentes, llegando a 662 sociedades en las 1.761 operaciones, de lo que se obtiene un promedio de 2,7 terrenos comprados por sociedad. Esto se debe a que las SIR no son empresas ni inversionistas institucionales, sino que corresponden a inversionistas pasivos que, en la práctica, funcionan como *estructuras de inversiones con personalidad jurídica*, aprovechando ventajas regulatorias y tributarias. El Cuadro 1 muestra la información clave sobre las ventajas de estas sociedades en la legislación chilena.

De esta forma, las SIR sirven para estructurar inversiones que, en el caso del mercado del suelo, funcionan de dos formas: 1) para la adquisición de una serie de terrenos relacionados a la ejecución de algún proyecto inmobiliario particular, siendo entonces sociedades coligadas o relacionadas a la inmobiliaria matriz que ejecuta el proyecto; 2) para adquirir uno o más terrenos de inversión bien delimitados y remitidos a apuestas de incremento de valor en localizaciones específicas.

Cuadro 1.
Las Sociedades de Inversión y Rentistas de Capitales Mobiliarios en la legislación chilena. Ventajas tributarias y regulatorias para las inversiones inmobiliarias.

- Jurisprudencia de sociedades pasivas

De acuerdo a la jurisprudencia administrativa del Servicio de Impuestos Internos las Sociedades de Inversión y Rentistas de Capitales Mobiliarios en General (en adelante, SIR) son aquellas empresas cuyo objeto, giro o actividad consiste en la adquisición, con fines rentísticos, de toda clase de bienes, tales como acciones, derechos sociales, cuotas de fondos mutuos y bienes raíces. Dada esta amplia gama de activos, resulta más apropiado hablar de las SIR en términos de *estructura de inversiones con personalidad jurídica*, en vez de sociedades compradoras de inmuebles propiamente tales. Por su parte, la Contraloría General de la República ha sostenido que se trataría de aquellas que en general tienen por objeto la adquisición de toda clase de bienes con fines de renta, sea cual fuere la forma jurídica que adquiera el inversionista, que no involucre la producción de bienes ni la prestación de servicios.

- Ventajas tributarias y regulatorias

Hasta el año 2012 la principal ventaja tributaria que detentaban este tipo de sociedades, denominadas *pasivas* en atención a su ausencia de actividad material productiva, era que se entendía estaban exentas del pago de patente comercial; impuesto a beneficio municipal que oscila entre el dos y medio por mil y el cinco por mil del capital propio de cada contribuyente. Desde una perspectiva regulatoria-administrativa, el beneficio de esta estructura de inversiones con personalidad jurídica resulta en que sólo se encuentran afectas a la competencia normativa del Servicio de Impuestos Internos, quedando fuera de la regulación que afecta globalmente al mercado financiero y su fiscalización por parte de la Comisión para el Mercado Financiero (hasta febrero de este año, Superintendencia de Valores y Seguros) o Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. Esta libertad regulatoria se traduce, por ejemplo, en que las SIR no deban cumplir con normativa infra legal (como lo sería una circular de una Superintendencia), que imponga estándares de transparencia e información contable en torno a sus operaciones como ocurre en el caso de las Compañías de Seguros.

- Volatilidad y falta de regulación

En contra, la desventaja de las SIR radica en su volatilidad y falta de regulación en el contexto del mercado financiero nacional, ya que para crearlas no se exigen reservas técnicas, patrimonio de riesgo ni límites de endeudamiento permitidos durante sus operaciones, aspectos que repercuten tanto en la proyección a mediano y largo plazo de sus inversiones como asimismo en las fuentes de financiamiento disponibles. Esta particularidad hace que las SIR no puedan ser agrupadas sino en mérito de negocios inmobiliarios específicos ya que, como se ha señalado, esta estructura dependerá de su funcionalidad para tales; así, en ciertos casos obedecerá a criterios estrictamente de orden tributario y en otros sólo a la facilidad con la que pueden crearse y disolverse.

En cambio, al observar bancos y CSV se aprecia una cantidad de agentes mucho menor, con 13 bancos y 14 aseguradoras comprando terrenos. Considerando que en total los bancos compran 456 terrenos y las CSV 632, se obtiene un registro aproximado de 45 terrenos adquiridos por cada aseguradora y 35 por cada banco. Es decir, se trata de entidades que invierten de manera más o menos regular en este negocio, a diferencia de las SIR que difícilmente superan dos o tres operaciones. Éstas son, a diferencia de bancos y aseguradoras, entidades especializadas en la inversión inmobiliaria que concentran todo su capital en una o un par de operaciones antes de disolverse como sociedad.

Una segunda diferencia sustantiva entre las sociedades de inversión y el grupo conformado entre bancos y aseguradoras radica en el precio de compra de los terrenos. Como detalla la Figura 14, el precio medio de adquisición de las SIR es de 10,7 UF/m², mientras en el caso de los bancos y aseguradoras es de 14,4 y 17,4 UF/m², respectivamente. La hipótesis es que los inversionistas tienen una cierta orientación a los negocios de plusvalía, captando valorizaciones o diferenciales comerciales, mientras los bancos y principalmente las aseguradoras podrían tener una mayor disposición a comprar terrenos caros siendo que su negocio no son las valorizaciones inmobiliarias ni comerciales sino la retención financiera de los terrenos para el desarrollo inmobiliario. Este planteamiento, transversal al presente estudio, se consolida al observar que las aseguradoras compran terrenos 7 UF/m² más caros que las sociedades de inversión.

Figura 14: Resumen de adquisiciones de los principales agentes del rubro de “Intermediación Financiera”.

	Adquisiciones	Agentes	Sup. media (há)	Sup. total estimada (há)	Inversión (Mill. UF)	Precio (UF/m ²)
SIR	1.761	662	0,82	1.374	38,3	10,7
CSV	632	14	1,50	410	13,4	17,4
BAN	456	13	1,10	501	21,7	14,4

Fuente: elaboración propia con datos del CBRS y el SII (2016).

La interpretación que aquí se sugiere para este hallazgo es que las SIR funcionan preferentemente como agentes de comercialización de terrenos, a diferencia de bancos y aseguradoras que funcionan en torno a proyectos inmobiliarios con previa evaluación de riesgo. Esto implica que la mayor parte del negocio de las SIR proviene del diferencial de precios de compra y venta del suelo, lo que las fuerza a localizar sus operaciones en terrenos de bajo precio o terrenos en áreas donde se prevea una alta valorización inmobiliaria. Si su negocio radica fundamentalmente en la plusvalía, es fácil entender que se localicen en terrenos de precios moderados, a pesar de que se trata de valores por sobre la media.

En el caso de los bancos, éstos están legalmente obligados legalmente a comprar terrenos sólo mediante instrumentos de leasing, es decir, con un contrato jurídico de compromiso de venta a un tercero o a la misma parte a la cual se le compra inicialmente el terreno. Esto es así dado que los bancos son la única actividad económica en Chile que tiene giro único y que, por ende, sólo puede realizar operaciones inmobiliarias como parte de un esquema de financiamiento directo a alguna sociedad o empresa con la que se establezca contrato. Por esta razón, sólo compran terrenos para financiar a alguna empresa, sociedad o persona natural, independiente de si se trata de desarrolladores inmobiliarios.

En el caso de las CSV, si bien éstas pueden comprar terrenos sin contratos de leasing, no hay ley que los obligue a ello. Podría inferirse que en este caso haya una cierta mixtura entre inversión en comercialización de terrenos—similar a las SIR—y financiamiento de terrenos—similar a los bancos—sea para desarrollo inmobiliario u otra actividad económica. Lo cierto es que, al igual que los bancos, compran terrenos a precios superiores a la media, por lo cual difícilmente se pueda tratar de operaciones en donde la ganancia se obtenga de la reventa del terreno. Lo más factible es que la ganancia de estas entidades, tanto bancos como aseguradoras, provenga del costo financiero que implica para un desarrollador inmobiliario tener dinero inmovilizado en un

bien raíz todavía no dispuesto para ser consumido productivamente. Dada la importancia que tiene en este asunto, la utilización de contratos de leasing—profundizando el financiamiento al desarrollo inmobiliario—se inserta el Cuadro 2 que sintetiza las disposiciones generales de estos instrumentos y sus diferentes modalidades permitidas en la legislación chilena.

**Cuadro 2. Contratos de leasing aplicados a la gestión inmobiliaria del suelo.
Disposiciones generales y modalidades permitidas en la legislación chilena.**

El leasing es un contrato privado que tiene por propósito otorgar financiamiento para la adquisición de un bien mediante su cesión material por parte del propietario al usuario por un plazo determinado, y cuya contraprestación por parte de este último es un canon de arrendamiento que concede al usuario una opción de compra sobre este bien. Es, en definitiva, un arriendo financiero y, en el caso que nos ocupa, sobre bienes inmuebles.

Este contrato, dependiendo de sus características contractuales, puede subclasificarse en:

- Leasing financiero, si confiere el uso y gestión que otorgaría su propiedad al usuario pudiendo el propietario acordar la transferencia o no de dominio del inmueble a el primero e independiente de este pacto debe contabilizarlo como un activo.
- Leasing operativo, en el caso de cualquier otra forma de cesión temporal que no se asemeje a un arrendamiento financiero, contablemente considerado como gasto.
- *Leaseback*, derivación del leasing en la cual el propietario vende el inmueble al usuario-arrendador y éste último a su vez se lo arrienda al propietario primitivo. Dependiendo si este arrendamiento confiere o no atributos de uso y gestión será contabilizado como gasto o activo.

El leasing financiero se distingue de las demás tipologías en que los pagos realizados por el usuario-arrendatario por concepto de cuotas deben ser capaces de amortizar la totalidad del activo, incluyendo su costo y gastos de explotación y financiación; el hecho de que no existan virtualmente restricciones para el usuario-arrendatario en la gestión y uso del bien y, en el que se conviene una opción de compra al usuario-arrendador al término del periodo establecido en el contrato.

La cuota o canon y sus formas de reajuste acordadas por las partes tienen por propósito cubrir tanto el costo del bien como la carga financiera que el propietario soporta con su cesión temporal. Una vez finalizado el periodo el usuario debe devolver los bienes al propietario, acordar una prórroga del contrato o adquirir el bien de que se trate.

Establecidas estas dos diferencias sustantivas, se ha realizado la distinción metodológica entre inversionistas (SIR) y financieras (bancos y CSV). Si bien cuantitativamente hay más participación de inversionistas, estos representan mayor complejidad por la diversidad de agentes contenidos en esta categoría, dificultando las posibilidades de generalización y teorización. Por ello nos centraremos en las entidades financieras que parecen más consolidadas en términos de la homogeneidad de las operaciones y la cantidad relativamente pequeña de agentes. Más importante aún, nos abocaremos al estudio de bancos y aseguradoras porque corresponden a capitales financieros más centralizados, con mayor independencia respecto al sector inmobiliario y con una función aparentemente más cercana al financiamiento de la actividad y no a la inversión especulativa—en el sentido de expectativa sobre precios futuros del suelo.

En consecuencia, los datos hasta ahora recopilados han perfilado la investigación hacia el financiamiento de terrenos más que hacia la inversión en plusvalía; lo cual eventualmente podría entregar una comprensión más adecuada al problema de la formación privada de reservas o bancos de suelo. Esto dado que el financiamiento de terrenos mediante la adquisición por parte de bancos y aseguradoras debiera estar, teóricamente, más asociado a una dinámica de formación de reservas de suelo; mientras que la inversión en plusvalía por parte de las SIR debiera estar más asociada a las dinámicas especulativas y a los ciclos inmobiliarios coyunturales.

1.4. Diferenciación entre bancos y aseguradoras. Hacia una investigación focalizada en las Compañías de Seguros de Vida (CSV)

Bancos y aseguradoras participan del mercado del suelo a través de la adquisición de terrenos para financiamiento a proyectos. Es decir, ambas entidades captan una ganancia por mantener un tiempo limitado los terrenos en su propiedad, y luego ser vendidos a una parte relacionada, sin volver a ofertar o abrir los terrenos al mercado. En el caso de los bancos sólo pueden participar de esta forma, y en el caso de las CSV esto no es un requisito, pero es ampliamente utilizado. Lo relevante, para el objetivo de esta investigación, es analizar si es que estas prácticas financieras efectivamente influyen sobre la disponibilidad de suelo en el mercado y sobre la formación de los precios de éste. Más específicamente, corresponde analizar si constituyen o no formas de reserva privada de tierras.

Excluyendo del análisis a las sociedades de inversión, se procede a enfocar el trabajo en la relación que tienen bancos y compañías de seguros con la formación de reservas de suelo. Al observar las diferencias entre ambas entidades, lo más importante que se ha detectado es la relación económico-social que tienen con los otros agentes o entidades del rubro inmobiliario. En este sentido, un resultado de gran interés para este trabajo es notar las diferencias entre quienes compran los terrenos a los bancos y las aseguradoras: éstas compran terrenos para luego vendérselos en su mayoría a agentes inmobiliarios u otros agentes de intermediación financiera, mientras los bancos revenden los terrenos a una matriz muy diversificada de agentes donde destaca la participación de personas naturales y otras empresas no inmobiliarias.

La Figura 15 grafica la orientación muy diferenciada entre bancos y aseguradoras en lo que respecta a los agentes económico-sociales a los que se les vende los terrenos. Mientras los bancos venden un tercio de los terrenos a personas naturales, las aseguradoras no llegan al 8%. La relación se invierte si se observan las ventas a sociedades de inversión, ya que mientras las aseguradoras venden un 27,6% a estas entidades los bancos solo llegan a 9%. De forma más agregada se puede notar que las aseguradoras venden un 84% de sus terrenos a agentes financieros o inmobiliarios, considerando constructoras; mientras los bancos concentran solo un 40% de sus ventas en los agentes financiero-inmobiliarios. Los bancos, a diferencia de las aseguradoras, se orientan a personas naturales y a una matriz diversificada de empresas y sociedades ajenas al rubro financiero e inmobiliario, como industrias, comercio, universidades, colegios, clínicas, etc. Éstas contribuyen con un 27% de las ventas de los terrenos que compran los bancos en el período de estudio, perfilando buena parte de las intermediaciones bancarias de terrenos como esquemas de financiamiento a empresas y no a desarrollo inmobiliario como en el caso de las aseguradoras.

Figura 15: Agentes que compran terrenos a bancos y aseguradoras, según actividades económicas informadas al SII.

	Bancos	CSV
SIR	8,9%	27,6%
CSV	3,4%	5,6%
INMOBILIARIAS	23,9%	35,7%
CONSTRUCTORAS	3,8%	15,5%
PERSONAS NATURALES	32,8%	7,3%
OTROS	27,2%	8,3%
Total	100%	100%

Fuente: elaboración propia con datos del CBRS y el SII (2016).

Apoyando el mismo resultado, la Figura 16 representa una matriz donde se identifican a aquellos agentes que venden terrenos y otras propiedades inmobiliarias a las entidades financieras (la fila que indica “total” representa la base ampliada de transacciones de Inciti para todo el mercado inmobiliario en el mismo período y zona de este estudio). Así, se puede observar que los bancos compran un cuarto de sus propiedades y un quinto de sus terrenos a personas naturales, mientras en el caso de las aseguradoras los terrenos representan 15% y las propiedades en general sólo 5%. También se refuerza el hecho de que, comparativamente, las aseguradoras adquieren más terrenos de inmobiliarias¹⁴ y no tanto así de empresas, cuestión que en el caso de los bancos es más equilibrada. En cuanto a adquisiciones de propiedades de bancos es importante indicar que las aseguradoras les compran terrenos en un 5%, mientras que la relación del mercado de propiedades entre bancos es marginal en torno al 1%. Esta matriz apoya los datos recién expuestos en el sentido de una mayor orientación de las aseguradoras en las relaciones financiero-inmobiliarias y, en cambio, un comportamiento de los bancos más diversificado y orientado a personas naturales y empresas ajenas al rubro financiero-inmobiliario.

¹⁴ En este caso, a diferencia del anterior, como el registro de los conservadores de bienes raíces sólo identifican el Rut Tributario de la sociedad que adquiere el inmueble, se ha utilizado una categorización de vendedores que hace Inciti. El problema de esta categorización es que entiende por “Inmobiliarias” a desarrolladores e inversionistas, e incluye dentro de empresas a las aseguradoras. Por esta razón, el dato en las filas de la matriz, es decir, vendedores, es de una calidad inferior a los datos de las columnas que representan el mismo tipo de datos que se ha utilizado a lo largo de este trabajo (y que representa categorías formales del SII).

Figura 16: Matriz de compradores y vendedores de suelo, según entidad financiera.

VENEDORES	TIPO INMUEBLE	COMPRADORES	
		CSV	BANCOS
BANCOS	TERRENOS	4,50%	1,10%
	TOTAL	5,20%	0,90%
INMOBILIARIAS	TERRENOS	66,90%	42,10%
	TOTAL	61,00%	53,80%
EMPRESAS	TERRENOS	11,90%	34,10%
	TOTAL	28,60%	20,30%
PERSONAS	TERRENOS	16,70%	21,70%
	TOTAL	5,00%	24,80%
TOTAL	TERRENOS	556	437
	TOTAL	4.271	5.737
	%	100,00%	100,00%

Fuente: elaboración propia con datos del CBRS y el SII (2016).

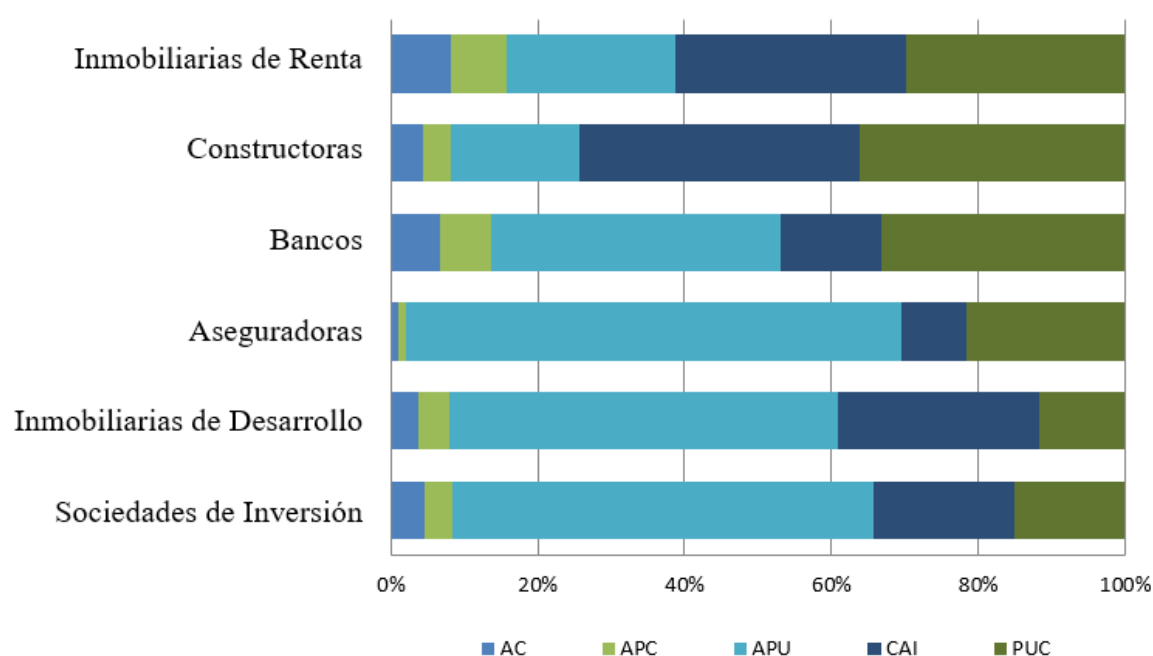
Otro resultado de investigación que permite diferenciar el comportamiento de bancos y aseguradoras en el mercado del suelo es la localización de las operaciones de estos agentes. La distribución geográfica por macrozonas (ver macrozonas en Anexo 2) muestra que las CSV han optado preferentemente por inversiones en el Área Peri-Urbana (APU) de Santiago, cuestión que es sustantivamente menor en el caso de los bancos. Éstos, que probablemente tengan algunas operaciones relativamente similares a las CSV en el financiamiento de terrenos, presentan una disposición menor a la inversión en el Área Peri-Urbana, aumentando de manera relativa su localización en la Periferia Urbana Consolidada (PUC). Este dato es también de gran interés para una diferenciación sustantiva entre bancos y CSV, dado que revela la localización periurbana del negocio de las aseguradoras, las cuales pueden orientarse a proyectos a más largo plazo; y la localización central o pericentral de los bancos, los cuales podrían estar optando a intermediar terrenos para proyectos a plazos más cortos, muy probablemente dedicados a la producción de edificios de departamentos.

Ahora bien, también hay elementos en común en la distribución geográfica de las operaciones de los bancos, CSV e incluso de las SIR. En todo el rubro de intermediación financiera se observa una participación relativamente baja en el Cono de Altos Ingresos (CAI), con porcentajes que en ningún caso superan los 20 puntos porcentuales, lo cual dista de lo que ocurre con las otras actividades. Esto puede llegar a implicar una conclusión de alta importancia para el presente trabajo: existe una menor intermediación de agentes financieros en el mercado del suelo y en el proceso de incorporación de terrenos al desarrollo inmobiliario en las áreas de alta renta, dados los ritmos relativamente rápidos de la dinámica inmobiliaria y, por lo mismo, sus menores aptitudes para la especulación y reserva de terrenos.

Si bien podría esperarse que los bancos no necesariamente bajen sus niveles de participación en dichas áreas, dado que teóricamente debiesen asociarse a proyectos prontos a ejecutar, su disposición locacional respecto al cono de alta renta no se diferencia a la que presentan

aseguradoras e inversionistas. Lo significativo es reconocer un comportamiento relativamente común entre entidades financieras y establecer una diferenciación respecto a las entidades del rubro inmobiliario propiamente tal, dado que pareciera que en el cono de altos ingresos los desarrolladores compran directamente los terrenos cuando los requieren, lo que podría eventualmente explicarse por una mayor capacidad de los propietarios para captar las rentas del suelo de manera óptima sin intermediación financiera. En la Figura 17 se observan las preferencias locacionales de las diferentes entidades según las macrozonas detalladas en el Anexo 2.

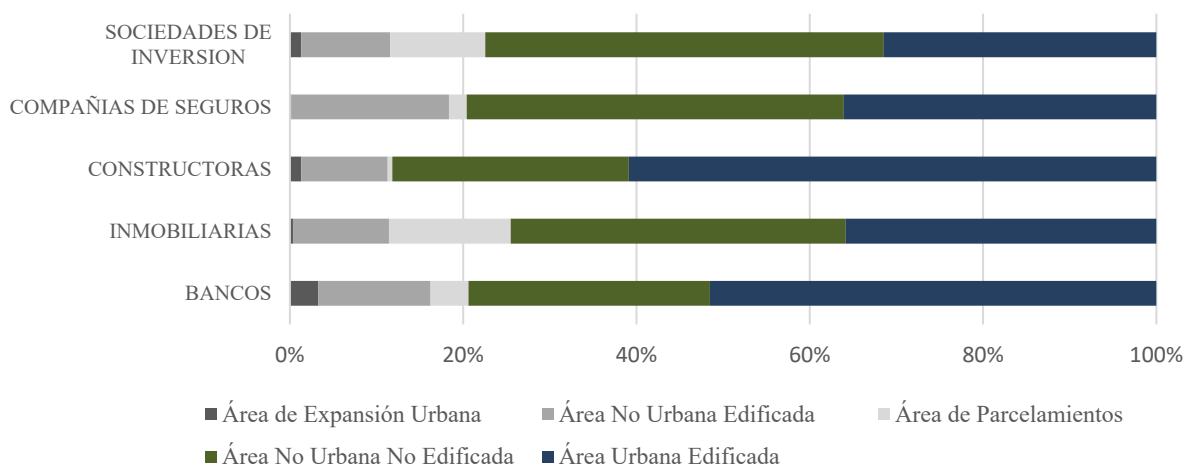
Figura 17: Distribución geográfica de las principales actividades económicas en mercado de suelo de Santiago, según macrozonas metropolitanas.



Fuente: elaboración propia con datos del CBRS y el SII (2016).

Similares resultados se desprenden de la Figura 18, donde se observan las adquisiciones según el nivel de consolidación del medio urbano construido. Si se consideran las dos áreas de consolidación más gravitantes—que para cada agente suman un 80% de la localización de sus transacciones—, se obtiene que las aseguradoras localizan más del 40% de sus adquisiciones en el Área No Urbana No Edificada, mientras que esta participación no logra un 30% para el caso de los bancos. Inversamente éstos concentran más del 52% de sus adquisiciones en el Área Urbana Edificada, mientras las aseguradoras lo hacen en un 36%. Esta descripción por áreas de consolidación del medio construido se complementa con la descripción por macrozonas y permiten caracterizar las adquisiciones de las aseguradoras—en relación a los bancos—como más periféricas o distantes de las coronas interiores del Área Metropolitana de Santiago.

Figura 18: Distribución geográfica de las principales actividades económicas en mercado de suelo de Santiago, según áreas urbanas y no urbanas.



Fuente: elaboración propia con datos del CBRS y el SII (2016).

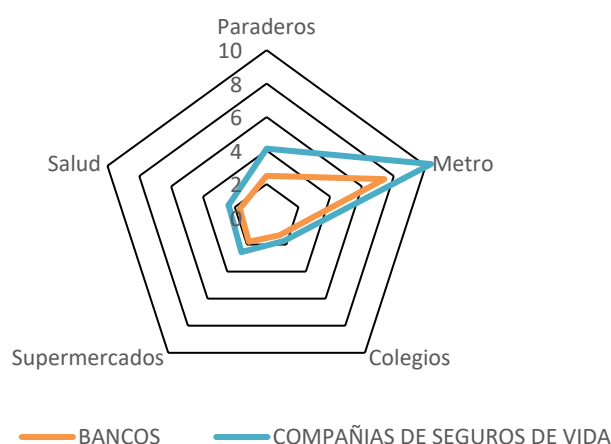
Además de la identificación de macrozonas, se pueden establecer diferencias entre las aseguradoras y los bancos en cuanto a las distancias que sus adquisiciones comportan respecto a determinados atributos urbanos. Al hacer un análisis de proximidad a atributos urbanos resulta una mayor distancia de las adquisiciones de aseguradoras en relación a los siguientes atributos: paraderos de transporte metropolitano (Transantiago), estaciones de metro, colegios, supermercados y salud. En la Figura 19 sólo se muestra la información para los casos de bancos y compañías de seguros de vida, mostrando el contraste entre ambas. Las aseguradoras compran, en promedio, terrenos a 10 kilómetros de una estación de metro, a 4 kilómetros de un paradero de Transantiago, y a más de 1,5 kilómetros de colegios, establecimientos de salud y supermercados. En el caso de los bancos, la distancia a estos atributos representa entre un 60 y un 75% de la correspondiente a las compañías de seguros, según el atributo. Esto refuerza la diferenciación hasta ahora efectuada entre la lógica que siguen ambas entidades financieras.

De lo anterior se obtiene entonces dos resultados de interés para este trabajo: 1) las aseguradoras intermedian sus terrenos para desarrollo inmobiliario y otros agentes financieros, mientras los bancos realizan operaciones de financiamiento de terrenos a empresas y sociedades por fuera del rubro inmobiliario-financiero; 2) las aseguradoras muestran una preferencia geográfica por terrenos periurbanos, mientras en el caso de los bancos se localizan en los distintos anillos del área metropolitana ya consolidada.

Con estos dos resultados puede plantearse una mayor relevancia de las aseguradoras como agentes decisivos en la formación de reservas privadas de suelo para desarrollo inmobiliario a largo plazo en Santiago. Los bancos muestran, por su parte, un comportamiento más abierto al financiamiento de empresas y sociedades vía compra de terrenos, pero sin especializarse en el rubro inmobiliario. La localización geográfica de las operaciones de ambos también debe considerarse relevante a este respecto, ya que la mayor participación de las aseguradoras en las áreas periurbanas, y de los bancos en el área metropolitana consolidada, sustenta—aunque sea

tangencialmente—la decisión de perfilar a las aseguradoras como agentes mayormente implicados en la formación de reservas de tierra para desarrollo inmobiliario. Por ello, en lo que sigue, este trabajo se concentra en la observación particularizada de las aseguradoras como agentes de intermediación financiera de terrenos, observando plazos de inversión, localizaciones, rentas y plusvalías asociadas a sus operaciones.

Figura 19: Distancia en kilómetros desde terrenos a atributos urbanos más cercanos. Comparación entre adquisiciones de bancos y compañías de seguros.



Fuente: elaboración propia (2018).

1.5. Las Compañías de Seguros de Vida (CSV) como agentes decisivos en la formación de reservas privadas de suelo en Santiago.

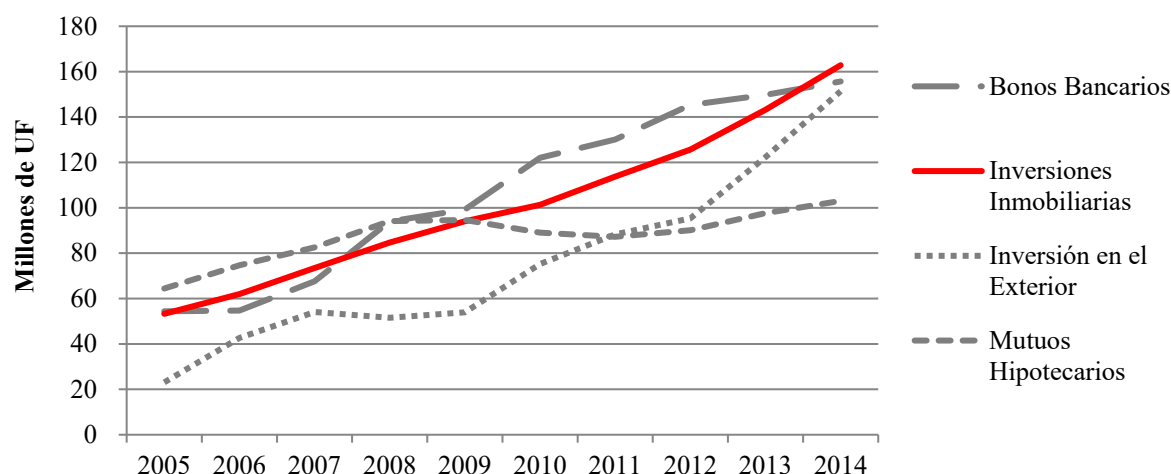
Inversiones Inmobiliarias

Enfocando la observación sobre las CSV, se obtiene un aumento importante de su participación en el sector inmobiliario en su conjunto. Los datos de la Superintendencia de Valores y Seguros en serie temporal 2005–2014 muestran un aumento sostenido de las inversiones inmobiliarias de las CSV, siendo uno de los cinco instrumentos de inversión más importantes de las compañías entre un total de 15 instrumentos. En la Figura 20 se muestran estos instrumentos de inversión, excluido “Bonos y Debentures” que son los más utilizados y que por ello distorsionan la gráfica comparativa. El monto anual promedio de inversión de las aseguradoras en activos inmobiliarios es de 101.424.765 UF, cerrando al 2014 con 162.844.341 UF superado solamente por la inversión en “Bonos y Debentures” (SVS 2016).

En términos relativos, la participación de las “Inversiones Inmobiliarias” sobre el total de las inversiones es también ilustrativa de la importancia que va adquiriendo el sector inmobiliario en las CSV en el período 2005–2014. Salvo los Fondos Mutuos y las Cuentas Corrientes que son marginales en participación, se observa que los aumentos más significativos en participación corresponden a Inversiones en el Exterior (286% variación), Inversiones Inmobiliarias (80%) y Bonos Bancarios (68%), logrando cada uno una participación en torno al 13–14% en 2014 (SVS

2016). Los datos de la Superintendencia de Valores y Seguros graficados en la Figura 21 muestran, entonces, que las CSV son importantes inversionistas en activos inmobiliarios, que los distingue sustantivamente de las operaciones indirectas que tienen que seguir otros inversionistas institucionales en Chile como las Administradoras de Fondos de Pensiones (legalmente impedidas de invertir en activos inmobiliarios).

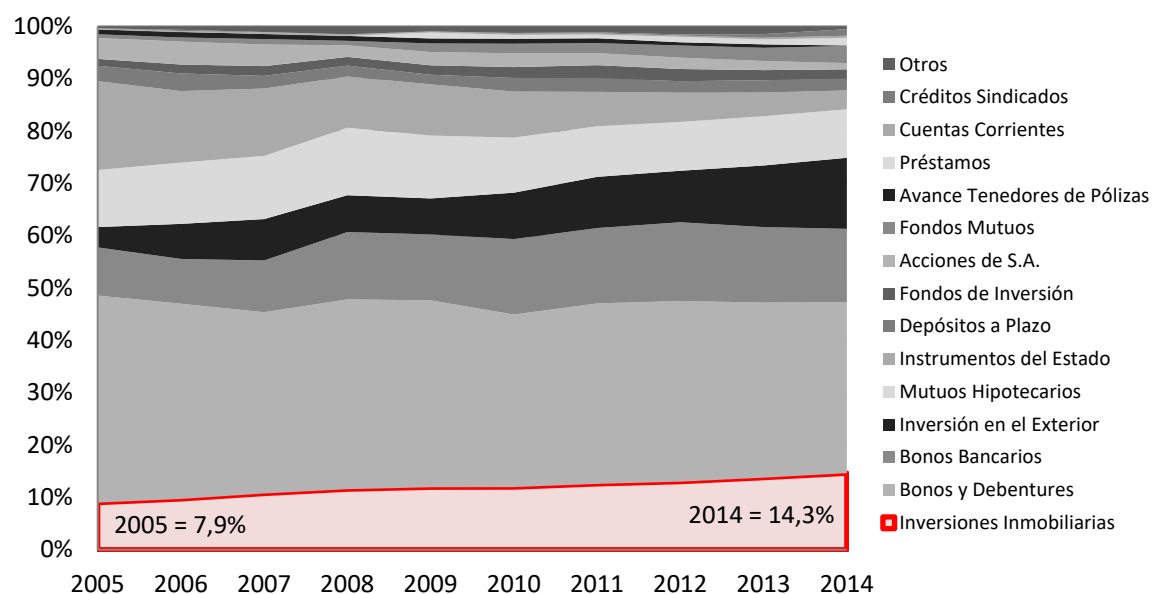
Figura 20: Evolución de las inversiones inmobiliarias y los principales instrumentos de inversión de las Aseguradoras (CSV) en Chile, período 2005–2014.



Se excluyen los “Bonos y Debentures” que son el instrumento más utilizado pero que distorsiona la gráfica.

Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Valores y Seguros (2016).

Figura 21: Evolución de la participación (%) de las inversiones inmobiliarias en el conjunto de instrumentos de inversión de las aseguradoras (CSV) en Chile, período 2005–2014.



Fuente: elaboración propia con datos de la Superintendencia de Valores y Seguros (2016).

Inversiones en suelo urbano. Análisis de transacciones.

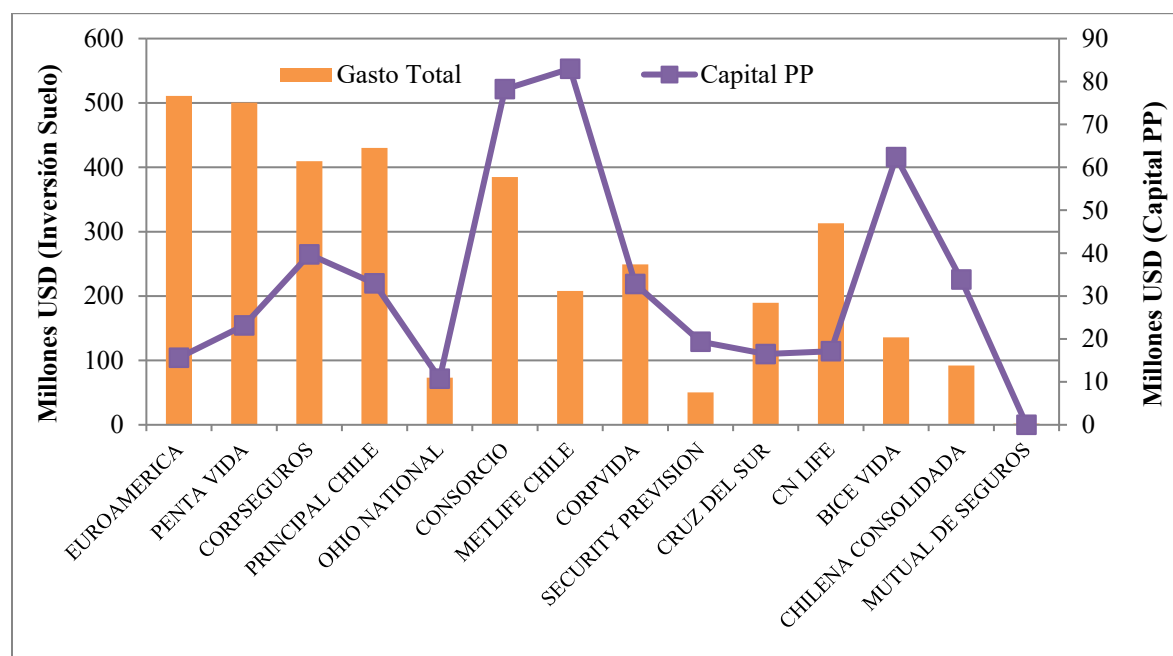
Las aseguradoras se han transformado en inversionistas inmobiliarios de magnitud relativamente importante en Chile. En lo que respecta a suelo, se ha observado que participan con la compra del 7% de los terrenos que adquieren sociedades—excluidas personas naturales—en el AMS entre 2010 y 2015. Si bien esta participación es más baja que otros agentes inversionistas como las sociedades y fondos de inversión, su importancia cualitativa debe ser destacada.

En primera instancia, debe señalarse que las CSV, a diferencia de los bancos, no concentran las compras de terrenos en pocos agentes, sino que tienen una participación distribuida en distintas aseguradoras que adquieren terrenos en Santiago. En cantidad de terrenos destaca: Euroamérica, con 153 terrenos, y Penta Vida, con 149 terrenos; luego otras compañías como Corpseguros (51), Principal (30), Ohio National (29), Consorcio (28) y Metlife (27); y al final les siguen 7 compañías con compras que no superan los 10 terrenos en el período considerado.

Otro dato relevante es la inversión total en compra de terrenos. Este dato muestra que 6 de las 14 compañías tienen una inversión total en terrenos por más de un millón de UF, llegando a casi dos millones de UF en los casos de Euroamérica y Penta. Considérese que, para el conjunto de estas compañías, se trata de empresas del rango de tamaño más grande en la categorización de empresas en el país, todas dentro del Tramo de Facturación del SII correspondiente a ‘gran empresa’ de más de 1.000.000 UF de facturación y con Capital Propio Positivo (CPP) declarado de más de 45 mil millones de pesos, llegando en el caso de Metlife a los 370 mil millones de pesos.

En relación con lo anterior, es interesante notar que el gasto total en terrenos no parece ser correlativo a la dimensión de las empresas en términos de capital y facturación. Al ordenar descendientemente las compañías según Capital Propio Positivo (CPP) declarado, no se observa una correlación directa entre el tamaño de las compañías y sus volúmenes de adquisición de terrenos. Este dato, corroborado con posteriores análisis, puede resultar de gran interés para ponderar el peso relativo que tienen las adquisiciones de terrenos en el capital total o patrimonio de las compañías mencionadas. Como muestra la Figura 22, Euroamérica y Penta Vida, que son las que más compran terrenos en el período, son compañías con capital positivo propio mucho menor que compañías como Metlife, Consorcio o Bice Vida. Estas, por su parte, no aparecen de manera muy frecuente en las transacciones de terrenos, salvo el caso de Consorcio que tiene un comportamiento más moderado entre inversión en suelo y capital positivo propio.

Figura 22: Participación de Compañías de Seguros de Vida (CSV) en mercado del suelo de Santiago. Relación entre capital al 2015 e inversión en terrenos en período 2010–2015 (ordenados por cantidad de terrenos).



Fuente: elaboración propia con datos de CBRS y SII (2016).

Observando el comportamiento general de las compañías, se ha seleccionado para un análisis focalizado a seis de éstas: Euroamérica, Penta Vida, Corpseguros, Principal, Metlife y Consorcio. Las cuatro primeras representan casos de compañías con alta inversión en el mercado del suelo y capital positivo propio bajo la media, mientras las dos últimas son casos de entidades con capital positivo propio por encima de la media y que, sin embargo, su inversión total en el mercado del suelo es baja (Metlife) o media (Consorcio). Lo que se pretende observar son las ganancias y flujos de renta que obtienen estas compañías con las ventas y operaciones de leasing que realizan, además de los plazos a los cuales invierten. Con esto se puede testear, a grandes rasgos, si el negocio consiste efectivamente en la mantención de una reserva de terrenos a largo plazo o si se trata de un negocio de compra y venta de terrenos con retornos rápidos.

En particular se analizan las operaciones de compraventa de suelo y contratos de leasing inmobiliario de las compañías mencionadas. Éstas, además de aumentar el volumen total de inversiones en nuestro período de análisis, han crecido considerablemente en sus inversiones inmobiliarias, especialmente en las operaciones tipo leasing (contrato de arriendo con opción de compra). Dentro de los contratos de leasing, se estudian distintas componentes y lógicas orientadas a mantener operaciones de larga duración, controlando un stock de suelo constante en el tiempo para actividades específicas del rubro asegurador.

Para la obtención de los contratos de leasing inmobiliario de las empresas, se estudian las memorias anuales del año 2010, que corresponde al año de inicio de nuestro período de análisis. Dentro de estas memorias anuales, realizamos un levantamiento y análisis de 392 contratos de

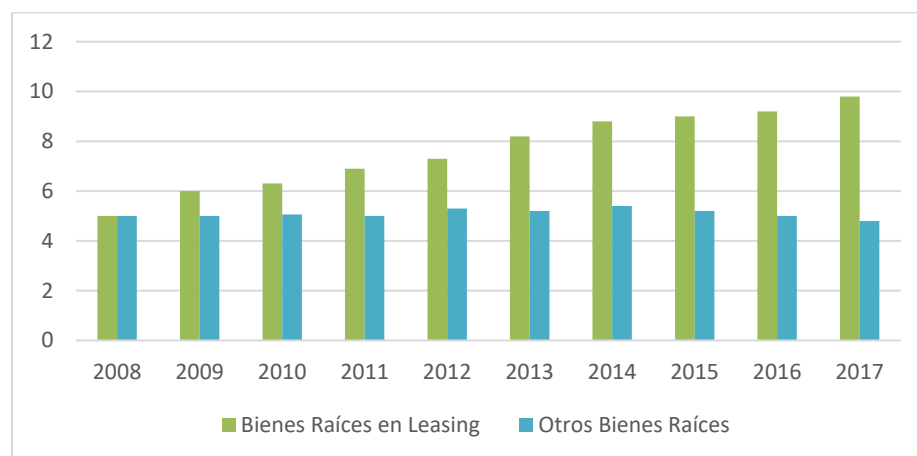
leasing inmobiliario vigentes. Por otro lado, a través de transacciones registradas en el Conservador de Bienes Raíces de Santiago, se toma una muestra de 41 operaciones compraventas de suelo urbano (compuestas por 270 transacciones) por parte de las seis principales compañías en distintas comunas de la región metropolitana, en la que es posible evidenciar prácticas de retención de suelo y generación de stock de terrenos. Esta base de operaciones fue hecha a partir de ventas de suelo realizadas entre los años 2010 y 2015 por parte de las compañías.

Análisis de duración de operaciones y rentas de las principales compañías aseguradoras en mercado del suelo.

Además del considerable aumento en las inversiones inmobiliarias de las aseguradoras, como se mostró anteriormente, en los últimos años se aprecia un incremento específico de las operaciones de bienes raíces realizadas a través leasing, a diferencia de las otras operaciones inmobiliarias que se mantienen relativamente constantes en su tasa de participación sobre el total de activos. La Figura 23 muestra esta situación, graficando que en 2008 los activos inmobiliarios en leasing igualaron al resto de activos inmobiliarios en un 5% sobre el total de activos de las compañías, mientras al 2016 los leasings llegaron a 10% y el resto de los activos inmobiliarios se mantuvieron en torno a 5%.

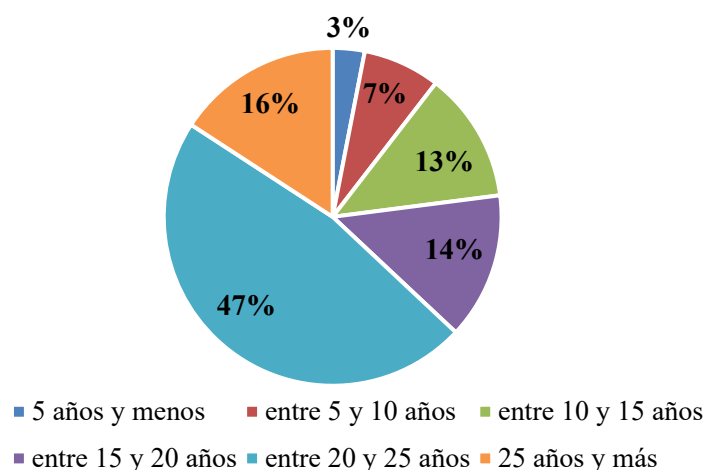
La importancia del aumento de activos vía leasing reside principalmente, como muestra la Figura 24, en que estos contratos aseguran flujos económicos extendidos en largos periodos de tiempo (el 63% de las operaciones de leasing se realizan en contratos de 20 años o más). Dado que los leasings son esquemas de financiamiento a través de arrendamiento, cabe mencionar la diferencia entre el negocio de desarrollo inmobiliario y de renta inmobiliaria en lo que respecta a plazos de inversión. Los primeros se realizan en periodos de 2 hasta 10 años como máximo, en cambio la inversión en renta inmobiliaria necesita de tiempos mucho más extensos y se concentran en periodos de 15, 20, y hasta 30 años (Nicolás García, Industria Inmobiliaria en Chile 2017). Con esto, se intuye en una primera instancia, que las operaciones de compraventa de terrenos vía leasing por parte de las aseguradoras carecen de un afán de captura de plusvalía y están centradas casi exclusivamente en la renta por medio de una tasa de interés impuesta en el arrendamiento de los inmuebles.

Figura 23: Porcentaje de activos totales en inmuebles de compañías de seguros en Chile, periodo 2008–2017.



Fuente: Elaboración propia en base a las Fichas Estadísticas Codificadas (FECU) informadas por compañías de Seguros a la Superintendencia de Valores y Seguros

Figura 24: Duración contratos de leasing inmobiliario de las principales CSV.



Fuente: elaboración propia en base a memorias anuales de las CSV

Para las CSV las inversiones a largo plazo toman un interés especial, ya que permiten ingresos de largos períodos que cuadran con una necesidad específica que las compañías requieren cubrir: las rentas vitalicias. En el siguiente párrafo se explica la relación e importancia del plazo de las inversiones con las necesidades financieras de las rentas vitalicias:

Al momento de jubilarse, las personas pueden decidir llevar sus ahorros a una compañía de seguros de vida y comprar una renta vitalicia que ofrecerá un flujo constante hasta el día de su muerte. La compañía tiene la obligación de pagar a todos sus clientes en el tiempo, por lo que debe asegurarse de invertir los fondos

en instrumentos que le entreguen ingresos, al menos durante el número de años que se comprometió con el comprador del seguro. La inversión inmobiliaria resulta de gran interés para estas compañías, por el calce de plazos entre las inversiones y los compromisos con sus clientes con sus rentabilidades mayores que las de otros instrumentos, especialmente los de renta fija. Por tanto, no es de extrañar que las compañías de seguros de vida estén entre los principales inversionistas institucionales en el mundo inmobiliario (García 2017).

Durante los últimos 20 años, las CSV se han transformado en un actor relevante de la industria inmobiliaria, especialmente por la alternativa y capacidad de financiamiento para largos plazos de hasta 30 años. De esta forma, las CSV han contribuido a una desintermediación entre los desarrolladores inmobiliario y la banca tradicional. Este tipo de funcionamiento ha generado presión para que la banca tenga que adaptarse a nuevos plazos de financiamiento, que desde el punto de vista de renta inmobiliaria es un beneficio al permitir amortizar la inversión en mucho más tiempo (García 2017).

Rentabilidades de compraventas (plusvalía) y tasas de interés por leasing (renta).

Una de las suposiciones iniciales de esta investigación plantea que las ganancias en las compraventas de terrenos por parte de las aseguradoras se presentan en mayor medida por la renta, en este caso a través de los arrendamientos por leasing, más que por un diferencial de precios asociados a la plusvalía inmobiliaria. Para realizar esta comparación de rentabilidades analizamos las tasas de interés aplicadas en los contratos de leasing y el diferencial de precios de compra y venta recogidos en los registros de propiedad del Conservador de Bienes Raíces. Este diferencial de precios se representa en un porcentaje de rentabilidad anual sobre la inversión inicial, con la finalidad de compararse con las tasas de interés del leasing.

En primer lugar, se analiza la diferenciación en la tasa de interés según la duración de los contratos de leasing. Para los casos de las aseguradoras investigadas existe una clara correlación entre la duración de los contratos y la tasa de interés aplicada: mientras mayor es el tiempo de los contratos, menor es la tasa aplicada, lo que confirma una cierta confianza por parte del financiamiento a generar contratos de larga duración.

La tasa de interés por leasing entre las distintas compañías no varía en gran medida (ver Figura 25). La tasa más alta corresponde a 7,39% mientras la más baja 6,34%, y en promedio las seis CSV presentan un 6,73% de interés para las propiedades bajo contratos de leasing. En definitiva, los contratos de leasing estudiados (392 vigentes el año 2010) pertenecientes a las seis principales empresas, muestran tasas de interés acordes a la duración de las operaciones, y que aseguran ingresos prolongados en grandes lapsos de tiempo.

Figura 25: Duración y tasa de interés para contratos de leasing inmobiliario CSV.

	Duración promedio de contrato (años)	Tasa de interés promedio %
CONSORCIO	19,96	6,41
CORPSEGUROS	16,97	6,34
EUROAMERICA	12,77	7,31
METLIFE	20,01	6,82
PENTA VIDA	13,07	7,39
PRINCIPAL	19,91	6,54
PROMEDIO	18,42	6,73

Fuente: elaboración propia en base a memorias anuales de CSV.

Por otro lado, el diferencial de precios de compra y venta de terrenos, representados en un porcentaje de rentabilidad anual sobre la inversión inicial, muestra resultados interesantes: más de la mitad de las operaciones de compraventa resultan con una rentabilidad negativa (53% de las operaciones); y en muchos casos se registra un precio de venta de suelo por parte de la compañía, menor o igual del que fue comprado. Otro punto sugestivo es que la mayor parte de las transacciones son hechas por medio de *leaseback*, que es una derivación del leasing en la cual un propietario vende el inmueble a un usuario-arrendador y este último se lo arrienda nuevamente al primer propietario con opción de compra.

Para los casos en que las aseguradoras compraron suelo que no ha sido vendido por completo a un tercero, se realiza una proyección de años en base a la velocidad de venta registrado en la compraventa analizada. Sobre esta proyección de tiempo se suma una proyección en el precio con un aumento anual sobre el valor del suelo.

Gran parte de los casos analizados corresponden a operaciones de “bodegaje de suelo”, que es la terminología de la industria para hablar de retener o financiar el suelo por un tiempo determinado; especialmente para los proyectos que se conforman en varias etapas de desarrollo, precisan de un grado de consolidación y son de larga duración. Al finalizar las operaciones de leasing o *leaseback*, generalmente los terrenos son vendidos al mismo precio al cual fue comprado por el arrendador para evitar cargas tributarias del financista. A continuación, se ejemplifica un caso típico de bodegaje de suelo:

Una inmobiliaria compra 50 hectáreas de tierra para un proyecto de casas. Desarrollará 200 viviendas y no parece prudente construirlas de una vez, porque no espera vender cada año más de 36 unidades y el terreno se consumirá en 7 años. Entonces ¿qué hacer si no se tiene el capital para mantener el terreno sin desarrollar por un largo tiempo, o bien, si quiere hacer un mejor uso de este? Una solución es solicitar a una compañía de seguros de vida un bodegaje de terreno. En este caso, la compañía de seguros compra el paño y entrega una opción de compra al desarrollador. Para una adecuada distribución del riesgo, el desarrollador aporta una parte de la inversión en el suelo, del orden del 20%, y la aseguradora el saldo de 80%. El desarrollador hace compras parciales en la medida que avanzan las etapas de desarrollo. En estas operaciones hay

condiciones de todo tipo en cuanto a la compra del terreno. Es usual que el financista se asegure que el desarrollo se produzca durante el plazo otorgado y solicite un mínimo de recompra parcial al desarrollador. El bodegaje considera habitualmente tasas de interés similares a las tasas que ofrecen los bancos o las compañías de seguros para hacer sus préstamos y, en ambos casos, la relación entre la deuda y la garantía entregada no sobrepasa el 70 u 80%. (García 2017).

El bodegaje de suelo y su financiamiento ha cobrado cada vez más relevancia en el mercado inmobiliario debido al alza sostenida de los precios en el tiempo, representado mayor incidencia en los costos de los proyectos. De esta forma se requiere innovar en las formas de financiamiento del suelo, y que se ajuste a las nuevas lógicas de desarrollo inmobiliario.

Como muestra la Figura 26, los resultados del análisis de compraventas apuntan a los elementos recién descritos: los precios de venta, al ser iguales o incluso menores a los de compra y producir rentabilidades muy bajas o negativas en estas operaciones, no serían un negocio en sí mismo, lo cual se explica en la venta del terreno por debajo del precio de compra dadas razones de índole tributaria. Sin embargo, al revisar que la mayor parte de estas transacciones de compra-venta-compra (*leaseback*), sabemos que se trata de una operación financiera y la ganancia se halla en la tasa de interés del arrendamiento de la propiedad.

De esta forma entendemos que las aseguradoras—en tanto intermediarios financieros de suelo para desarrollo inmobiliario—obtienen ganancias gracias a la renta de los terrenos, en estos casos por medio de contratos de leasing y derivados, y no por el diferencial de compraventa que puede ser conceptualizado como plusvalía, sobre todo pensando que son operaciones de largo plazo. Entonces, es probable que el aumento de plusvalía se encuentre ya ajustado en el momento de la operación y que haya sido capturado por el propietario original o inicial. Este resultado es de vital importancia, sea entendido como una captura anticipada de la valorización inmobiliaria por los propietarios o como una estrategia de los desarrolladores inmobiliarios para anticipar la valorización y así, mediante la intermediación financiera, elevar el precio de los terrenos sobre los cuales luego producirán sus unidades de vivienda u otros bienes inmobiliarios.

Figura 26: Resumen de operaciones de compraventa de las principales aseguradoras.

	Inversión en terrenos (UF)	Ingresos proyectados por venta (UF)	Años para agotar stock	% Rent. Anual
CONSORCIO	1.708.774	1.698.257	7,57	-3%
CORPSEGUROS	1.067.893	1.033.499	2,70	-2%
EUROAMERICA	1.144.752	650.925	2,93	1%
METLIFE	174.806	137.222	4,44	-7%
PENTA	1.509.737	1.429.569	3,90	0%
PRINCIPAL	159.185	128.656	5,09	-6%
TOTAL	5.765.148	5.078.127	4,24	-2%

Fuente: elaboración propia en base a transacciones registradas en el Conservador de Bienes Raíces de Santiago.

A partir de la aparición de las aseguradoras como actores financieros en la industria inmobiliaria, se crean nuevas formas de financiamiento a la compra de suelo y desarrollo inmobiliario que

responden tanto a necesidades del mercado para impulsar un cierto tipo de proyectos, como también a cubrir una actividad específica de las compañías de seguro que son las rentas vitalicias. En este sentido, el desarrollo inmobiliario y sus tiempos coinciden plenamente con la necesidad de largos flujos económicos de las rentas vitalicias, transformando a la actividad de renta de suelo por medio del leasing en una excelente herramienta para las aseguradoras.

IV. Reflexiones finales y conclusión

4.1. Sobre la regulación de las inversiones inmobiliarias de aseguradoras y sector financiero en Chile

Las crecientes inversiones inmobiliarias—particularmente leasing inmobiliario financiero—por parte de las compañías de seguros de vida en Chile no pasaron desapercibidas para la Comisión para el Mercado Financiero (CMF, en ese entonces Superintendencia de Valores y Seguros [SVS] ¹⁵). En uso de sus facultades, a través del Oficio Circular N.º 1.001 ¹⁶ de 2017 la CMF señaló que la inversión en bienes raíces se encuentra supeditada al giro exclusivo de las compañías de acuerdo al artículo 4 del Decreto con Fuerza de Ley 251 de 1931 ¹⁷ (Ley de Seguros); y que si bien las compañías pueden disponer legalmente de inmuebles de su propiedad, no pueden realizar respecto de ellos actividades que queden fuera del objeto social, como lo sería *la administración y gestión de proyectos inmobiliarios*.

Este oficio, en lo medular, indica que la Ley de Seguros ordena a las aseguradoras la constitución de reservas técnicas para cumplir con las obligaciones provenientes de la contratación de seguros y que las reservas técnicas y patrimonio de riesgo deben estar respaldados por las inversiones permitidas por esta ley. Entre tales inversiones se contemplan las hechas en bienes raíces, sin embargo, revisados por la SVS los antecedentes para este tipo de operaciones, se constata que la administración y gestión de estos bienes afecta la obligación de giro exclusivo de las compañías aseguradoras, considerándose que la facultad de efectuar inversiones conforme a la ley del ramo, no implica una autorización para realizar actividades de gestión o administración de los bienes objeto de dicha inversión, salvo que sea imprescindible para el manejo y cuidado de la misma. Conforme a este criterio, si bien las compañías son dueñas de los inmuebles, a éstas le asiste el derecho de ejercer todos los atributos propios del derecho de dominio. Sin embargo, estas facultades se encuentran supeditadas a su giro exclusivo y a las actividades complementarias que la SVS ha expresamente autorizado, no pudiendo excederse de ellas.

En atención a lo anterior, no corresponde entonces que las compañías gestionen o administren activamente los bienes objeto de su inversión, ya sea directamente o a través de una sociedad en la cual tiene participación, esto es, en términos más amplios que las actividades imprescindibles

¹⁵ De acuerdo a la Ley 21.000 del 2017 la Comisión para el Mercado Financiero es para todos los efectos la sucesora legal de la Superintendencia de Valores y Seguros. La CMF es, desde entonces, la entidad facultada para dictar normas para la aplicación y cumplimiento de las leyes y reglamentos y, en general, dictar cualquier otra normativa que de conformidad con la ley le corresponda para la regulación del mercado financiero.

¹⁶ Véanse a este efecto también los dictámenes N.º 21.219 y 18.118 del 2017 de la SVS, que son respuestas a las aseguradoras acerca de los alcances del Oficio Circular 1.001.

¹⁷ Artículo 4º Decreto con Fuerza de Ley 251 de 1931: “El comercio de asegurar riesgos a base de primas, sólo podrá hacerse en Chile por sociedades anónimas nacionales de seguros y reaseguros que tengan por objeto exclusivo el desarrollo de dicho giro y las actividades que sean afines o complementarias a éste, que autorice la Superintendencia mediante norma de carácter general”.

para el manejo y cuidado de la inversión, lo cual debe ser considerado por las compañías para las futuras inversiones que se realicen a partir de la fecha de emisión de este Oficio Circular.

Dicho de otra manera, la obligación de giro exclusivo no permite que una Compañía de Seguros se comporte como una inmobiliaria. Conviene en este punto aclarar el impacto y alcance de la normativa infralegal puesto que el prudente lenguaje utilizado por la SVS puede llevar a equívocos. En términos de impacto, resulta destacable que la entidad administrativa encargada de supervisar el correcto funcionamiento del mercado financiero constate que la administración y gestión de inversiones inmobiliarias por parte de compañías de seguros pueda afectar la liquidez estructural del sistema financiero considerando los altos montos de inversión inmobiliaria que se comunicaron anteriormente. El alcance, por su parte, deviene concretamente en una prohibición para estas compañías de añadir inmuebles a su cartera de activos.

Si bien las circulares de la Comisión para el Mercado Financiero son recientes y en razón de su carácter infralegal son impugnables a través de tribunales ordinarios de justicia—la Compañía de Seguros de Vida Consorcio Nacional de Seguros S.A presentó un recurso de reclamación el mes de agosto del año pasado ante la Corte de Apelaciones de Santiago que aún se encuentra pendiente de fallo—puede avizorarse un complejo escenario judicial que probablemente concluya en el Tribunal Constitucional, sede en la cual las compañías esgrimirán que el Oficio Circular N.º 1.001 de la ex SVS limita el derecho de propiedad garantizado constitucionalmente en artículo 19 N.º 24, lesionando además las potenciales inversiones en activos que expresamente permite la Ley de Seguros y que además poseen una alta tasa de retorno.

En síntesis, la sostenida inversión de las aseguradoras en negocios inmobiliarios en los últimos diez años, particularmente el leasing inmobiliario financiero, representa un riesgo a la infracción de su giro exclusivo—de lo que ha dado cuenta la CMF a través del Oficio Circular N.º 1.001 de Julio de 2017—, y un potencial riesgo para todo el sistema financiero que conlleva la inversión agresiva en activos inmobiliarios y que las figuras de integración vertical puedan darse en este afán. A este respecto, el presente estudio sólo ha inspeccionado en los activos de tipo terrenos, pero considérese que, como muestra la Figura 13, la participación de las compañías es extensiva a todo el mercado inmobiliario.

Asimismo, puede indicarse que las limitaciones impuestas a las aseguradoras para invertir en inmuebles son sincrónicas con los avances legislativos esta vez aplicables a todos los actores del mercado del suelo, los que pueden resumirse en lograr transparencia, fiscalización y captura de plusvalías, como en el caso de la Ley Caval, pese a sus limitaciones. Si bien este renacimiento regulatorio puede ofrecer interesantes oportunidades para la acción del Estado también lo será para la resistencia de los agentes a los que perjudique, quedando aún pendiente para la posteridad su real impacto. Éste sólo será posible de evaluar una vez que se haya ido modelando su aplicación por la jurisprudencia administrativa y judicial.

4.2. Sobre posibles efectos de la valorización financiera del suelo en la reproducción del patrón socioespacial excluyente de Santiago

En Santiago hay 207.000 hogares que requieren vivienda nueva, según la última encuesta realiza en 2015. Si se aplica una densidad de 100hab/ha, similar a lo que tiene actualmente el Área

Metropolitana de Santiago, se requieren 8.000 hectáreas para resolver el déficit habitacional—manteniendo densidad, o sea, no sólo suelo para vivienda. Además de estas 8.000 hectáreas, se requiere un flujo anual de 600 hectáreas para ir resolviendo las necesidades de los cerca de 70.000 habitantes nuevos que cada año tiene la ciudad. Considerando un precio medio de 7 UF/m² (como muestra la Figura 6 para el cierre del período de este trabajo), se requerirían cerca de USD 22.000 millones fijos para el déficit anual más cerca de USD 1.600 millones anuales para nuevos hogares. Pero, ¿es posible costear la adquisición de estos terrenos?

En general todos reconocen la dificultad de costear terrenos para fines de interés social, pero atribuyen el problema al “mercado” y a la formación de precios por la demanda habitacional del submercado más dinámico de los grupos altos y medios. No obstante, es escasamente estudiado el efecto que tiene sobre el precio del suelo la penetración cada vez más profunda del sector financiero y de inversionistas. Podría plantearse que, *ceteris paribus* los ingresos de la población y la capacidad de endeudamiento de los hogares, el suelo urbano está encareciéndose por la acción de nuevos inversionistas e intermediarios financieros que inhiben el flujo de terrenos a usos distintos al mercado inmobiliario de mayor rentabilidad. Adquisiciones por leasing a 20 años revelan, en definitiva, una ausencia de mercado, sea o no monopolización. Representa una forma financiera de retener suelo en la ciudad y sus efectos sociales pueden ser incluso más regresivos dado que se refuerza el rol socialmente excluyente de la propiedad del suelo urbano.

4.3. Conclusión

El sector financiero es el principal comprador de suelo urbano en Santiago, superando incluso a las entidades propias del rubro inmobiliario. Dentro del sector financiero se encuentran agentes muy distintos: los inversionistas y los financieros propiamente. Estos últimos, a diferencia de los primeros, no se interesan en comprar terrenos baratos para revenderlos más caros, obteniendo ganancias comerciales o de plusvalía. Lo que hacen es intermediar terrenos para financiar la actividad de los desarrolladores inmobiliarios y otras empresas, personas e instituciones. Mientras los bancos se asocian a este último grupo diversificado de empresas, personas e instituciones en general, las aseguradoras se asocian principalmente con desarrolladores inmobiliarios. Compran los terrenos—a terceros o a ellos mismos—y luego se los arriendan por un plazo largo de tiempo, hasta revendérselos.

Pero la ganancia de las aseguradoras no está en la reventa de las propiedades sino en las rentas que periódica y constantemente reciben por reservar los terrenos a los desarrolladores. El costo financiero de inmovilizar dinero es menor para las aseguradoras que para los desarrolladores, y éstas a su vez obtienen un flujo constante de rentas que les permiten calzar sus obligaciones de pagos de largo plazo, como son las rentas vitalicias. Este esquema es de suma importancia para comprender cómo es que grandes terrenos, con cierta localización en el periurbano de Santiago, pasan años en propiedad de las aseguradoras hasta que el desarrollo inmobiliario los consume, usualmente por etapas, ingresando de a poco al mercado en forma de viviendas u otros bienes inmobiliarios.

Esta narración resume el proceso general que se ha identificado en este trabajo de alcance descriptivo, aunque pionero, al menos para el caso chileno. Entender este proceso de formación de reservas financieras de suelo urbano es relevante por lo siguiente:

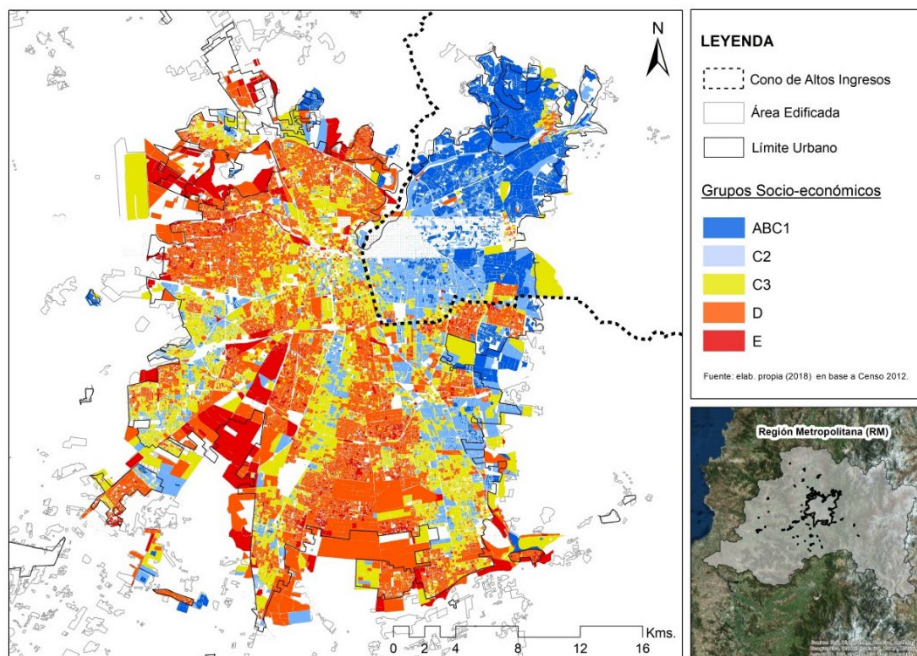
- 1) permite aproximarse a una forma de hacer negocios con el suelo que tradicionalmente se interpreta como “práctica especulativa” pero que, más que eso, corresponde a una forma estructural en la que el sector financiero organiza la vida social y, en este caso, la estructura de usos del suelo en la ciudad;
- 2) permite comprender la transformación de la propiedad del suelo desde propietarios tradicionales—personas naturales o cualquier tipo de sociedad o empresa que tenga activos o patrimonios inmobiliarios—a entidades financieras que compren los terrenos pagando la anticipación de rentas futuras y, por ende, haciendo más difícil la posibilidad de gravar o imponer tributaciones sin afectar al sector financiero. La transición de la propiedad hacia sociedades o empresas capitalistas—sean financieras o inmobiliarias—marca un momento clave para la acción tributaria o regulatoria por parte del Estado;
- 3) permite observar lógicas financieras del mundo privado que, eventualmente, pudiesen servir como orientación de lo que podría hacer el Estado si es que dispusiese de un fondo público para comprar terrenos a mediano y largo plazo, pensando en el beneficio social de cuadrar los sistemas de planificación urbana con la propiedad de la tierra, como lo hace actualmente China—por mencionar el caso más emblemático. Si en Chile se está comenzando a discutir sobre intervención pública sobre el suelo urbano es aconsejable observar de cerca las prácticas, esquemas y modelos de negocio que ya ha avanzado el sector privado, procurando transitar hacia una lógica en donde las reservas o bancos de suelo urbano se orienten al beneficio de la sociedad en su conjunto;
- 4) permite entregar una posibilidad interpretativa o explicativa a la formación del precio del suelo en Santiago, ya que la tradicional explicación desde el ingreso de los hogares puede complejizarse con una explicación desde el lado de la disponibilidad de financiamiento de entidades como las aseguradoras. La demanda derivada de este sector permite anticipar las compras de suelo y así evitar que los propietarios originales vendan a usos menos rentables. Esto, que muchas veces se asocia a una función positiva del sector financiero, puede interpretarse de manera opuesta como un incremento de las barreras que existen para que el suelo urbano se asigne a usos que cumplan una mayor y mejor función social.

Desde la perspectiva de los investigadores los resultados de este trabajo contribuyen a la reflexión en estos cuatro aspectos. Si bien se ha avanzado en un nivel puramente descriptivo, este esfuerzo puede considerarse como un primer acercamiento a un mercado opaco y una realidad muy poco conocida por la población, por la comunidad académica e incluso por los especialistas y funcionarios del sector público. Más allá de los inversionistas y gerentes de inversión inmobiliaria de las entidades que participan de este mercado, hay poca información, conocimiento y reflexión al respecto. Se espera haber contribuido a ampliar los conocimientos en la materia, además de informar a *Lincoln Institute* sobre un aspecto del mercado del suelo de Santiago que puede ser de interés para la investigación en América Latina. Y, por cierto, se espera haber aportado a robustecer el debate público que la nueva Política Nacional de Desarrollo Urbano ha incentivado en los últimos años en Chile.

Bibliografía

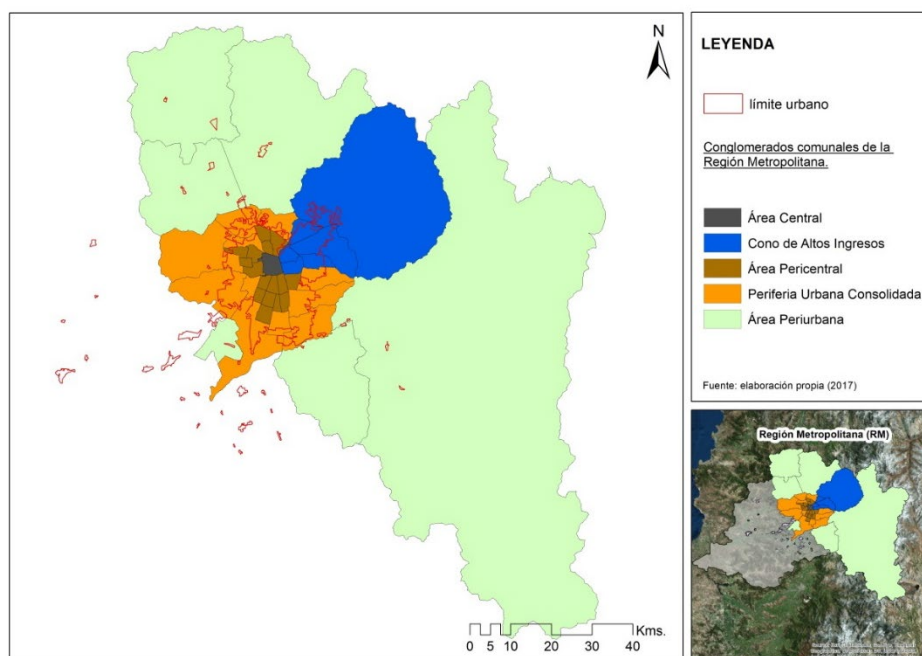
- CHRISTOPHERS, B. (2017). The State and Financialization of Public Land in the United Kingdom. *Antipode*, vo. 49, n°1, pp.62-85.
- GARCÍA, N. (2017). Financiamiento de activos inmobiliarios en Chile. En *La Industria Inmobiliaria en Chile: Evolución, Desafíos y Mejores Prácticas*, editado por José Miguel Simián y Verónica Niklitschek, 675-698. Pearson Educación de Chile, S.A.
- HARVEY, D. (1974). Class-monopoly rent, finance capital and urban revolution. *Regional Studies*, 239-255.
- HUDSON, M. (2010). Working paper N°627. The Transition from Industrial Capitalism to a Financialized Bubble Economy. Levy Economics Institute of Bard College.
- PABLO TRIVELLI Y COMPAÑÍA LIMITADA (2010). *Urban structure, Land Markets and Social Housing in Santiago, Chile*. Santiago de Chile: Banco Interamericano de Desarrollo, Working paper BID.
- RODRÍGUEZ, A. Y SUGRANYES, A. (2005). *Los con techo. Un desafío para la política de vivienda social*. Ediciones SUR, Santiago de Chile, p.265.
- SABATINI, F Y BRAIN, I. (2006). Los precios del suelo en alza carcomen el subsidio habitacional, contribuyendo al deterioro en la calidad y localización de la vivienda social. Estudio ProUrbana.
- SABATINI, F. (1981). *¿Por qué aumentan los precios del suelo en Santiago? ¿representa ello mayores costos de construcción o mayores ganancias inmobiliarias?* Documento de Trabajo, n°120. Santiago de Chile: CIDU-IPU.
- SABATINI, F.; DONOSO, F. (1979). *La renta de la tierra en el desarrollo residencial reciente de Santiago*. Santiago de Chile: CIDU-IPU.
- SABATINI, F.; DONOSO, F. (1980). *Algunas hipótesis sobre la importancia de la renta de la tierra en el desarrollo reciente de Santiago*. Documento de Trabajo n°114. . Santiago de Chile: CIDU-IPU.
- SABATINI, F., VÁSQUEZ H., ROBLES M. Y RASSE A. (2010). “Gentrificación sin expulsión, fuerza de transformación de las ciudades latinoamericanas: datos e interpretación para Santiago”. En *Tendencias de la segregación en las principales ciudades chilenas*, editado por Francisco Sabatini, Rodrigo Salcedo, Guillermo Wormald y Gonzalo Cáceres, 165-184. Santiago: Pontificia Universidad Católica de Chile/Instituto Nacional de Estadísticas.
- SMOLKA, M. Y MULLAHY, L. (Eds.). *Perspectivas urbanas. Temas críticos en políticas de suelo en América Latina*. Massachusetts, Lincoln Institute of Land Policy, 2007.
- TAPIA, R. (2011). *Vivienda Social en Santiago de Chile. Análisis de su comportamiento locacional, período 1980-2002*. Revista INVI(73), 105-131.
- TRIVELLI, P. (2008). *Sobre la evolución de la política urbana y la política de suelo en el Gran Santiago en el período 1979-2008*. Santiago de Chile.

Anexo 1. Distribución espacial de grupos socioeconómicos en Santiago. De azul a rojo corresponde a gradiente de grupos más ricos a más pobres.



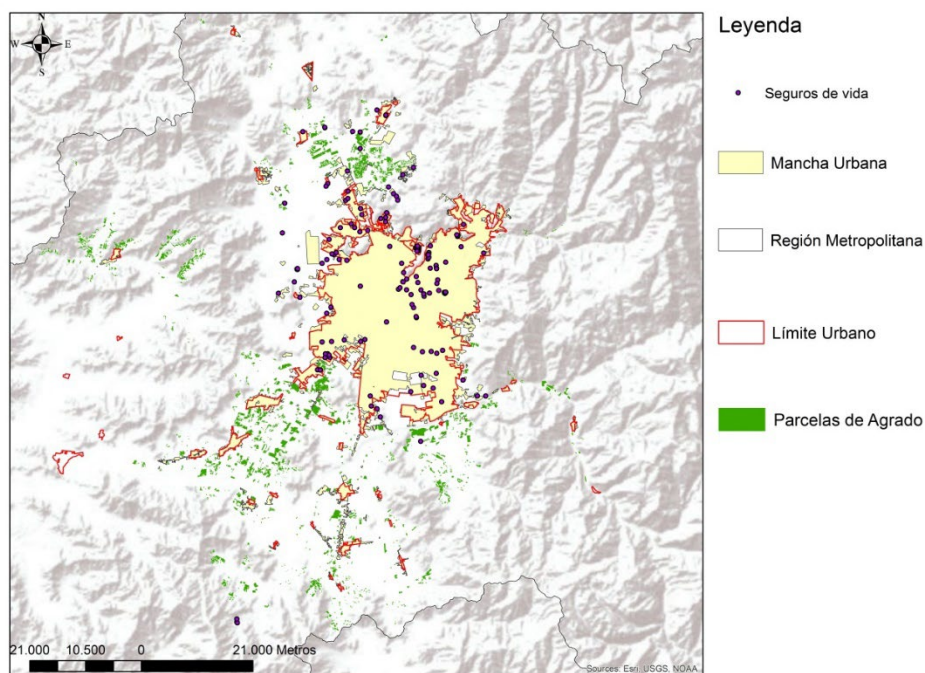
Fuente: elaboración propia (2018) en base a Censo 2012.

Anexo 2. Macrozonas para análisis de mercado inmobiliario en base a conglomerados comunales en Santiago.



Fuente: elaboración propia (2018).

Anexo 3. Distribución espacial de transacciones de aseguradoras (sólo se incluyen aquellas con alta confianza en la geolocalización).



Fuente: elaboración propia con base a datos CBR metropolitanos y shapes IDE-Chile (2016).