

Financiamiento de Crédito Estudiantil:
Elementos Financieros de la Propuesta

Salvador Zurita
Profesor investigador
Universidad Adolfo Ibáñez¹

La oferta de crédito estudiantil alcanzó en el año 2000 a cerca de US\$ 120 millones (tipo de cambio en \$ 570); de ellos, casi un 70% fue cubierto por aporte fiscal fresco y el resto correspondió a recuperaciones de créditos anteriores. Estimaciones razonables indican que la demanda potencial de crédito fácilmente triplica este monto, considerando que sólo en las universidades hay alrededor de 300.000 estudiantes que enfrentan un arancel promedio anual de US\$ 2.100. Si la demanda potencial por crédito alcanzara a un 50% de estos pagos, la oferta de fondos requerida sería tres veces la actual.

Enfrentar con éxito el desafío de ampliar la cobertura de crédito requiere modificar la actual estructura, basada en aportes fiscales y sujeta a las restricciones propias del presupuesto fiscal.

A continuación, se plantean algunas ideas tendientes a ampliar los recursos de crédito, canalizando fondos del mercado de capitales de largo plazo, los cuales debieran convertirse en la fuente principal de oferta de crédito estudiantil. Los inversionistas naturales son las compañías de seguros de vida y los fondos de pensiones, aunque también podrían incluir fondos mutuos y bancos comerciales, especialmente para una proporción de créditos estudiantiles que podrían financiarse a tasa variable (en vez de tasa fija).

Créditos estudiantiles

Los pagos del crédito se realizan sobre una base contingente al ingreso, con opciones de pago fijo y predeterminado, sobre parámetros (período de pago, tasa de interés, porcentaje de pago sobre el ingreso) que aseguren niveles significativos de recuperación del crédito. Esta característica de contingencia al ingreso de los créditos, que en la práctica significa pagar hasta un porcentaje del ingreso (manteniendo un tramo exento), representa un elemento solidario en la propuesta, y puede conceptualizarse como un arancel diferenciado expost.

En Chile, una persona egresada de educación universitaria recibe un salario que es entre cuatro y seis veces superior al de quien tiene sólo secundaria. Por ello, es probable que a futuro, los estudiantes universitarios, independiente de su condición de origen, no estarán entre los más pobres.

La propuesta consiste en cobrar un arancel diferenciado expost, y no al inicio. Los profesionales que obtengan bajos ingresos no podrán pagar el crédito educacional con el porcentaje asignado de sus ingresos, en definitiva, no lo pagarán. Por tanto,

¹ Es también profesor adjunto de la Universidad de Chile y Asesor del Ministerio de Educación.

la propuesta tiene la ventaja de focalizar el subsidio educacional a quienes lo necesiten efectivamente.

Esta misma característica, que el crédito es devuelto por quien cuenta con los medios para cancelar, hace cuestionable la presencia de subsidios a la tasa de interés. Por ejemplo, en la actualidad, el crédito estudiantil tiene una tasa de UF más 2 por ciento, muy por debajo de una tasa de mercado. En las discusiones de la propuesta se ha sugerido una tasa más próxima al mercado, por ejemplo UF más 5%. Desde un punto de vista conceptual, no hay razones para argumentar ningún subsidio en la tasa de interés, por lo que una tasa lo más cerca del mercado parece recomendable. Debe recordarse que los egresados que efectivamente tengan necesidad, no pagarán la tasa de interés e incluso en un caso límite, no pagarán el capital prestado, si sus ingresos resultan bajos.

La viabilidad de largo plazo del sistema exige mejorar de manera significativa los porcentajes de recuperación de los créditos. El sentido común y la experiencia internacional indican que las universidades no tienen ventajas comparativas para cobrar créditos, por lo que se postula crear una Agencia, que tenga la cobranza como una de sus funciones. Dada la imagen que no hay costos si no se paga el crédito fiscal actual, se propone un cambio drástico en la política de cobro. Una posibilidad a explorar es que los cobros del crédito estudiantil se descuenten mensualmente por planilla de los deudores empleados (ellos representan hoy el 70%), y en el caso de los independientes, se propone un pago fijo o contingente sujeto a demostración de ingresos por parte del deudor (posiblemente vinculado a la declaración de impuesto a la renta). Es posible que a futuro crezca el porcentaje de profesionales que trabaje en forma independiente, y cobre mayor relevancia esta segunda forma de recuperación, ligada a información del Servicio de Impuestos Internos.

Si la posibilidad de cobro directo por planilla no resulta legalmente factible, habría que trabajar otro sistema que se caracterice por mantener contacto con los deudores (telefónico, por correo) y actualización permanente de la base de datos.

En lo que se refiere al porcentaje del ingreso a destinar (como máximo) al pago del crédito de educación, éste podría mantenerse en el 5% actual. Sin embargo, tiene sentido plantear porcentajes superiores. El porcentaje que se maneja en la banca en la adquisición de viviendas es del 25% de la capacidad de pago; luego, porcentajes superiores a un 10%, por ejemplo, son razonables en un rubro tan importante como la educación.

El período de pago de los créditos debiera ser más prolongado, por ejemplo, unos 20 años, para permitir el financiamiento de los costos de la educación superior. Profesionales que deseen anticipar el pago de sus créditos, podrían recibir un descuento, para incentivar el pago anticipado. Y, por el contrario, aquellos que suspenden sus pagos debido a diversas razones (por ejemplo, estudios de post grado, o cesantía) podrían extender sus períodos de pagos adicionalmente.

Debido al componente de subsidio fiscal presente, una pregunta natural es cuáles serían los límites del endeudamiento. En EEUU, por ejemplo, éste crece con el tiempo (cada año es mayor). Tiene sentido, porque así los involucrados deben ocupar sus ahorros primero, y después endeudarse. Pero, en general, debe existir un límite al endeudamiento por carrera, quizá también por universidad, debido a que la calidad de la educación, y luego de los ingresos futuros, difiere entre instituciones. Qué formas tomen estos límites (deuda, aranceles de referencia, etc.) es tema de

discusión, pero, claramente debe tomarse una decisión sobre cuánto prestar. Es posible que razones de fomento a ciertas áreas lleven a otorgar becas, o a aumentar los límites en ciertas carreras consideradas de interés nacional. Sin embargo, de todas maneras, debe tenerse como referencia una idea de cuáles son los aranceles que tienen una buena probabilidad de ser repagados.

Con el objeto de garantizar la equidad de acceso, los criterios de asignación y la provisión de los recursos para ayuda estudiantil debe seguir una lógica nacional, en reemplazo de esquemas descentralizados que hoy operan en el caso del crédito solidario y las becas Mineduc. Las instituciones (Agencia, universidades) deben proveer insumos para alimentar un sistema de información público respecto de procesos internos, tiempos de egreso, porcentaje alumnos egresados, así como indicadores de inserción laboral (salarios de ingreso, tasas de ocupación por profesiones, seguimiento de egresados, etc.). Esta información es vital para estimar los riesgos de incumplimientos en los créditos y montos de la pérdida en caso de no pago. Una regla básica indica que mientras más información exista, menor debiera ser el costo del financiamiento estudiantil, una vez que el sistema entre en etapa de maduración.

Sobre la agencia

Hay una serie de tareas necesarias a nivel nacional, las que debieran ser realizadas o coordinadas por una agencia. Ellas incluyen:

- estadísticas por universidad, por pre y post grado, y por profesiones.
- registros por estudiante
- cuentas para inversionistas, universidades, el deudor (hay un componente de reporte)
- marketing del programa (entrega de información a potenciales estudiantes, inversionistas, etc.)
- consejo a deudores (sobre montos de deuda, información sobre costos de no pago, etc.)
- financiamiento a largo plazo, ya sea con capital propio o emitiendo bonos securitizados, o efectos de comercio (para financiar el capital de trabajo)

Conceptualmente, el proceso de obtención de crédito por parte de un estudiante sería como sigue:

- una universidad elegible acepta un estudiante en una carrera elegible
- el estudiante llena una aplicación electrónica en la universidad, la cual es enviada a la Agencia; en otra versión, el estudiante postula directamente en la página Web de la Agencia.
- ésta es ligada con la garantía estatal por la Agencia
- el dinero se envía a la universidad (quizá restándole una fracción que se retiene para formar parte de un fondo de contingencia de repago)

El origen de los créditos puede estar en bancos, como también ocurre en EEUU. En todo caso, conviene destacar que la clave en el desempeño de la agencia es manejar eficientemente una enorme cantidad de información

Sistemas de crédito estudiantil

La imposibilidad de dar un colateral apropiado que garantice el pago del crédito, impide al mercado producir espontáneamente una solución con cobertura apropiada

para el problema del financiamiento estudiantil. Entonces, la participación del gobierno para construir este sistema se considera vital, al menos en sus inicios, mientras el país no cuenta con bases de datos que contienen información clave para posibles inversionistas (sueldos por profesiones, por universidades, historia de repago, etc)

Dependiendo del grado en que se involucre el gobierno, hay más de una solución posible; a continuación, examinamos dos posibilidades, una en que el gobierno emite deuda pública, y otra, en que otorga garantías limitadas que permiten alcanzar una clasificación de riesgo de grado de inversión. Ésta puede ser mejorada, contratando seguros de bonos con firmas aseguradoras internacionales.

Gobierno emite bonos directamente

En esta variante, el gobierno emite deuda pública directamente (luego clasificada AAA local, A- internacional), y utiliza el monto recaudado para otorgar créditos a los alumnos de educación superior. Los bonos educacionales emitidos por el gobierno serían repagados con la recuperación de los créditos estudiantiles, y para el evento de incumplimiento en los pagos (por contingencia al ingreso), el gobierno debe formar un fondo, el que puede operar en forma similar a una cuenta de márgenes en operaciones con derivados: se puede definir un nivel mínimo, bajo el cual él o los aportantes al fondo deberían destinar nuevos recursos al mismo. Es importante destacar que esta alternativa no implica que el único aportante de dicho fondo sea el gobierno, es perfectamente razonable proponer que universidades contribuyan a financiarlo, por ejemplo, reteniendo un porcentaje de los créditos de los alumnos que se matriculan en ellas. En otras palabras, las universidades y el gobierno pueden compartir los riesgos de recuperación de los créditos. Justifica el aporte de las universidades al fondo, que uno de los factores determinantes de la capacidad futura que tengan los estudiantes para pagar los créditos es la calidad de la educación que reciben ahora.

Por supuesto, pese a tratarse de un factor determinante, no es el único; también importa mucho, la disciplina de estudio (una buena educación en antropología, o en geografía puede no garantizar una buena capacidad de pago futura). Por tanto, uno de los desafíos en el diseño de un sistema apropiado es que no discrimine entre disciplinas.

Asimismo, el macroeconómico es otro factor que puede afectar temporalmente la capacidad de pago de los alumnos; carreras como ingeniería comercial, y las ingenierías en general, por ejemplo, son muy dependientes del ciclo económico, y en períodos recesivos un alumno puede perder su empleo, aun cuando tenga una muy buena educación. Aún hay más eventos que pueden provocar incumplimientos, como la muerte o invalidez del estudiante; en ellos lo más probable es que la universidad no tenga responsabilidad alguna. Entonces, es necesario discutir formas para compartir el riesgo de incumplimiento en los créditos, posiblemente incluyendo al Gobierno y las universidades, teniendo cuidado de no discriminar las disciplinas con menores oportunidades laborales. Los aportantes podrían retirar los fondos, en caso que no sea necesario usarlos, por lo que tendrían el carácter de bonos subordinados (subordinados al pago de los créditos estudiantiles que respaldan).

En todo caso, el crédito es una herramienta apropiada bajo el supuesto que al estudiar, los ingresos son mayores que sin tener un pregrado. En aquellas

profesiones en que esta premisa sea discutible, debería pensarse en mecanismos diferentes para su financiamiento, posiblemente más cercanos a becas.

Hay muchas alternativas en lo que se refiere a las formas posibles de distribuir el riesgo de incumplimiento en los créditos estudiantiles. Pueden conceptualizarse como dependiendo de qué fondos se ocupan primero si los estudiantes no pagan; dicho de otra manera, debe definirse si el bono subordinado del gobierno es preferente, subordinado, o de igual prioridad que el bono de las universidades. Por ejemplo, si primero se usan los fondos de las universidades, y sólo cuando éstos se agotaron, el gobierno comienza a pagar los créditos estudiantiles impagos; los derechos residuales del gobierno tienen prioridad sobre los de la universidad. En otro ejemplo, ambos fondos pueden ser usados simultáneamente en un porcentaje predefinido (50% y 50%, o 40% y 60%, etc.).

Las emisiones se diseñan para ser atractivas para el inversionista objetivo (compañías de seguros de vida, fondos de pensiones), en términos de flujos y de características de pre-pago.

El costo que esta opción tenga para el gobierno en términos de recursos, depende de qué tan bien se implemente el sistema. Por ejemplo, depende críticamente de:

- el *sistema de recuperación* (que quienes no paguen sea efectivamente por contingencia del ingreso, y no porque no tengan voluntad de pago)
- qué tan adecuada sea la *elegibilidad* de las instituciones, que el grupo de universidades elegibles entregue buena calidad de educación.
- Cuáles son los *niveles de crédito* que se otorgarán con garantía pública. Por ejemplo, si el financiamiento es creciente con el año (obligando al estudiante a ocupar sus ahorros inicialmente), ello disminuye los costos asociados a cambios de carreras, fracaso estudiantil, etc.
- Cuál es la *tasa de interés* que tendrán los créditos: mientras menor, mayor será el subsidio implícito, al tener el gobierno que cubrir la diferencia entre la tasa de interés de mercado y la que paguen los estudiantes
- Qué *porcentaje del nivel de ingresos*, se comprometan los estudiantes a utilizar para pagar el crédito. En este aspecto, la propuesta de Pedro Gazmuri de elevar a un 10% el porcentaje del ingreso, en vez del 5% actual, claramente contribuiría a disminuir el costo del gobierno en forma importante.
- *El tratamiento de los créditos que están en incumplimiento*. Por ejemplo, es razonable que si bien el gobierno cubre los pagos (por contingencia al ingreso) mientras el deudor está desempleado, éste devuelva estos pagos al gobierno, una vez que recupere el trabajo (quizá extendiendo el plazo de la deuda); lo mismo, si el deudor decide estudiar un post- grado, porque la falta temporal de recursos no es sinónimo de incapacidad de pago de largo plazo.

¿Qué ventajas ofrece este sistema de crédito estudiantil? Primero, el Estado utiliza su capacidad de endeudamiento para hacer llegar el crédito a los estudiantes, quienes de otro modo (por no tener colateral) no estarían en condiciones de alcanzarlo, y, menos aún, con tan convenientes tasas de interés. Por otra, debido a que el Estado

tiene el mejor riesgo de Chile, y el más bajo costo de crédito, este sistema ofrece el financiamiento más barato posible. Como la clasificación de riesgo del gobierno es la más alta local, este mecanismo da total garantía a los inversionistas institucionales, al emitir papeles que son deuda pública, y para las cuales, además, son más altos los límites para invertir de los inversionistas institucionales. Estos elementos aseguran el éxito de la colocación. Lo último es importante en el inicio del sistema, máxime cuando es muy deficiente la historia de repago del anterior sistema de crédito solidario.

Desventajas del sistema

Primero, el monto de recursos disponible podría estar limitado por la capacidad de endeudamiento del gobierno. Por desgracia, los principios de contabilidad internacional del Fondo Monetario Internacional obligan a considerar cualquier garantía plena como deuda pública, y, por lo tanto, este mecanismo tiene impactos sobre el superávit o déficit del gobierno.

Segundo, en época de recesión, el Estado recolecta menos impuestos, y en esos mismos períodos habrá más incumplimientos. Entonces, es clave determinar apropiadamente los niveles requeridos del fondo que respalda los créditos hipotecarios, o el gobierno podría verse en la necesidad de utilizar recursos corrientes en un año recesivo para satisfacer la garantía.

Conviene destacar que la alternativa de emitir deuda pública directamente es superior a un esquema en que una agencia emite bonos securitizados con garantía plena, porque en ambos casos el monto de la emisión es considerada deuda pública, y en este último caso el mercado podría exigir un premio por sobre los TIR de los PRC.

Estado otorga garantías limitadas y se emiten bonos asegurados.

En esta segunda posibilidad, el gobierno otorga garantías limitadas a los créditos estudiantiles, los cuales son vendidos por la Agencia a sociedades securitizadoras.² La esencia del mecanismo consiste en maximizar la cobertura (es decir, la recaudación) para un aporte fiscal dado.

Las sociedades securitizadoras estructuran emisiones preferentes (a ser vendidas a los inversionistas institucionales), y emisiones subordinadas que podrían ser adquiridas por el gobierno (quizás a cambio de las garantías limitadas que otorga) y por las universidades, que compartirían así el riesgo de no pago de sus alumnos. Estas emisiones subordinadas constituyen un sobre colateral, que garantiza el pago de los bonos (la serie subordinada no recibe ningún pago, hasta que los bonos preferentes hayan sido cancelados totalmente).

La idea de garantías limitadas es estructurar la emisión en forma tal que la serie preferente alcance una clasificación internacional de riesgo de nivel BBB-, para ser

² Otra posibilidad es que la Agencia contrate una sociedad securitizadora pagándole una comisión para que estructure las emisiones, pero ella retiene los créditos estudiantiles. En esta alternativa, la Agencia misma emite los bonos securitizados directamente.

asegurada por una compañía internacional aseguradora de bonos, lo que le permitiría adquirir la clasificación de riesgo del asegurador (nivel AA o AAA internacional). Ello considerando que si no existe garantía plena del gobierno, se requerirá asegurar los bonos para que tengan aceptación con los inversionistas institucionales.

Además, tal como en la alternativa anterior, la Agencia recupera los antiguos créditos y aportes específicos del gobierno. Esta Agencia reemplaza a las universidades en la administración del crédito.

Ventajas de este mecanismo

Al otorgar garantías limitadas, el Estado podría aumentar la disponibilidad de crédito. Por ejemplo (exagerando, pero para ilustrar el argumento), una deuda directa de US\$200 podría permitir la emisión de US\$ 1000 en garantías ilimitadas

Desventajas de la alternativa

El mercado no está preparado para comprar bonos securitizados sin un seguro de bonos (aún existiendo garantías limitadas del Estado). Ello obliga a comprar un seguro de bonos. Como referencia, en el caso de las carreteras, transformar un bono BBB- en AAA cuesta 100 puntos base.

Aún con clasificación AAA la colocación es a PRC más algo, debido a premio por liquidez o, simplemente, a la estructura monopsónica del mercado de capitales chileno. Como referencia, las colocaciones recientes de bonos de infraestructura asegurados han sido a PRC+ 110 puntos base (Talca- Chillán) y a PRC+112 puntos base (Collipulli- Temuco). Esto significa un mayor costo de unos 110 puntos base.

Es difícil estimar el monto de las garantías limitadas que el gobierno tendría que dar. Quizá es posible cuantificar el costo de los seguros (de vida, de invalidez, de desempleo, de ingreso) con una cotización de compañías de seguro.

Pero, hay una limitante adicional: el sobrecolateral, que toma la forma de bono subordinado en la emisión, y que debería ser comprado por el Estado, lo que implica dedicar recursos hoy, que optimistamente tendrán una recuperación futura (incierto y lejano en el tiempo, aún cuando pueden haber retiros limitados antes). Es muy difícil estimar a cuánto debiera ascender el sobre colateral, pero, como referencia, en el caso de los bonos securitizados con respaldo de mutuos hipotecarios o leasing habitacional, ha estado (en valor presente) alrededor de un 10% del valor de la emisión. No es sencillo aventurar a cuánto podría ascender, aunque no hay duda que en este caso debiera ser mayor; alrededor de un 25%- 30% no parece descabellado. Esto significa que para conseguir 100 de créditos, el Estado debe poner 30 (comprando el bono subordinado), mientras el mercado compra 70 (bono securitizado asegurado), además de las garantías relacionadas a la naturaleza contingente al ingreso de los créditos estudiantiles. Además, es claro que el sobrecolateral requerido será mucho mayor inicialmente debido a la inexistencia de bases de datos relevantes

En suma, parece difícil pretender comenzar el financiamiento con recursos de los fondos de pensiones y de las compañías de vida con garantías limitadas; es posible

que esta propuesta pueda implementarse a futuro, con mucha mayor información que la actual.

Diseño de los títulos a emitir

En un esquema de tasa de interés fija, probablemente los inversionistas más interesados serían las compañías de seguros de vida, debido a que su producto más importante son las rentas vitalicias, en las cuales se compromete a efectuar un pago fijo en UF durante toda la vida del pensionado. Dicho pago implica fijar una rentabilidad para los fondos que la compañía de seguro recibe a cambio de la renta vitalicia.

Por tal motivo, las compañías de seguros de vida tienen preferencia por plazos prolongados, entre 20 y 30 años, debido a que su horizonte de inversión coincide con la vida esperada de los que se pensionan, la cual ha venido aumentando debido a pensiones anticipadas (jubilaciones antes de la fecha de retiro) y a la mayor expectativa de vida de las personas.

En este sentido, incluso pagos crecientes sería deseable, debido a la escasez de oportunidades de inversión con plazos largos en el mercado de capitales chileno. Esto puede compatibilizarse con la curva de ingresos de las personas, que tiende a ser creciente en un tramo al menos, a medida que acumulan experiencia laboral.

Asimismo, los instrumentos destinados a las compañías de seguro no debieran ser pre pagables, debido a que las rentas vitalicias son un compromiso a término; la posibilidad de pre pago introduciría el riesgo de reinvertir los fondos que respaldan un pago fijo. Si los créditos mismos son prepagables (como debieran ser), el riesgo de pre pago puede eliminarse sustituyendo los créditos pre pagados que respaldan la emisión por otros similares (en cuanto a carrera y universidad).

Respecto a la clasificación de riesgo de los bonos, debería ser de grado de inversión, preferentemente AA o superior. Para emisiones estructuradas, AAA es ineficiente (requiere demasiado capital), por lo que sería preferible AA.

Finalmente, el sector de compañías de seguro tiene un flujo de unos US\$100 millones por mes para invertir, de los cuales un 50% está ahora pre- invertido (en bonos de reconocimiento), por lo que podría absorber unos US\$600 millones al año, y unas cuatro emisiones por año parece razonable.

Otros inversionistas potenciales incluyen los fondos de pensiones, los bancos comerciales y los fondos mutuos. Los fondos de pensiones no tienen preferencia específica en lo que se refiere a plazos, pero dado el premio que están dispuestas a pagar las compañías de seguro, han tendido a comprar papeles más cortos. Fondos mutuos podrían comprar papeles cortos o largos, según sus objetivos de inversión. Bancos preferirían papeles cortos, para no exponerse al riesgo de tasa de interés (sus pasivos son cortos). Por este motivo, tiene sentido pensar a futuro en evaluar la alternativa de emitir parte de la deuda a tasa flotante (posiblemente ligada a la tasa Tab); dichos instrumentos son insensibles en valor ante fluctuaciones en tasa de interés, y por ello podrían interesar a los bancos (similar a mutuos hipotecarios de tasa flotante, que han aparecido recientemente). Finalmente, en EEUU todos los créditos estudiantiles son de tasa flotante, lo que ha permitido expandir el mercado potencial de los mismos.