

# Situación Inmobiliaria

## Chile

2013  
Análisis Económico

- **El entorno económico será menos favorable el próximo año.** Proyectamos que la economía crecerá 4% con sesgo a la baja y anticipamos un aumento del desempleo.
- **Condiciones financieras locales apuntan a mayores tasas de interés y deterioro de los indicadores de crédito.** Aumento de tasas externas y condición cíclica de la economía contribuirán a estos desarrollos.
- **Ventas y precios de viviendas mantienen dinamismo en un contexto de menor stock disponible.** No se observa desalineamiento de precios a nivel agregado y esperamos una estabilización el próximo año.
- **Segmento comercial mantiene un dinamismo difícil de conciliar** con la amplia oferta que se espera para los próximos trimestres.

## Índice

1. Resumen.....	3
2. El entorno económico se torna menos favorable para el 2013-2014 .....	4
3. Sector inmobiliario mantiene dinamismo con alzas menores pero persistentes en los precios.....	7
Recuadro 1: Cambios en la exención del IVA en la construcción y potenciales consecuencias distributivas .....	12
4. Mercado de oficinas asume enorme capacidad de absorción.....	15

Fecha de cierre: 13 de diciembre de 2013

## 1. Resumen

La economía entró en un proceso de desaceleración que ha sido iniciado por la inversión, pero que esperamos sea seguido también con grados mayores de desaceleración del consumo privado. En parte el fenómeno de desaceleración se ha visto reflejado en la industria manufacturera y en las expectativas y confianza del empresariado. Las expectativas de los consumidores han tenido retrocesos, pero continúan en terreno positivo, sostenidas muy probablemente por las positivas cifras laborales y también por el positivo impacto en la riqueza de los hogares que viene acompañando el alza en el precio de las viviendas.

Las perspectivas para el resto del 2013 y 2014 apuntan a un crecimiento por debajo del potencial, creando holguras de capacidad. Para el próximo año esperamos que el PIB crezca 4% con riesgos bajas, mientras que la demanda interna se expandiría en torno a 4,1% a/a.

Condiciones financieras locales apuntan hacia un alza en las tasas de interés de largo plazo a pesar de bajas adicionales en la tasa de política monetaria que son altamente probables durante el primer semestre del 2014. Las bajas de la tasa de política monetaria tendrán un rol estabilizador, haciendo más laxas las condiciones de acceso al crédito, pero por otro lado, tendremos alzas en las tasas externas que tendrán un impacto contrario y significativo sobre sus comparables locales.

El mercado inmobiliario ha mostrado dinamismo en las ventas y aumentos sostenidos en los precios que han continuado durante el 2013. Nuestra expectativa de un mercado laboral que continua disminuyendo su estrechez durante el 2014, con tasas de desempleo que se ubicarán en torno a 7% hacia fines del próximo año nos hace prever una estabilización de los precios.

Adicionalmente, se presenta nuestra visión sobre los potenciales impactos de una nueva modificación a la exención del 65% del débito de IVA en sector de la construcción, que eventualmente se otorgaría sin tope sólo a propiedades de menos de UF2.000 - actualmente aplicada a construcciones habitacionales cuyo valor no supere las UF4.500 y con un tope de UF225 por vivienda. Al respecto, y bajo ciertos supuestos, se concluye que con una elevada probabilidad el mayor costo que asuman las constructoras será absorbido, en su mayoría, por los dueños de terrenos asociados a valores de propiedad entre UF2.000 y UF4.500, siendo en términos proporcionales más perjudicial para el tramo inferior de ese rango.

En el ámbito de las unidades comerciales, seguimos viendo con preocupación la baja reacción de los precios ante una sensación de amplia capacidad de absorción de los metros cuadrados de oficinas que se espera ingresen en los próximos trimestres.

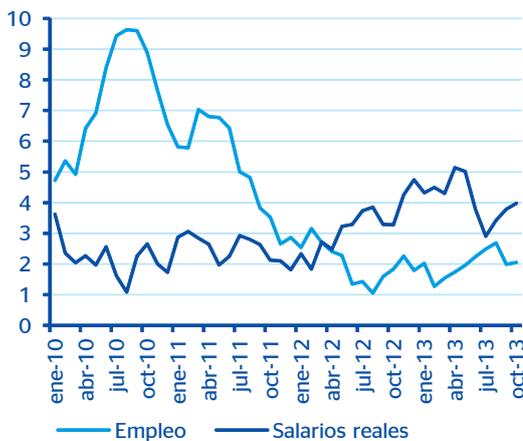
Seguimos viendo como el principal riesgo macroeconómico, una caída abrupta y significativa en el precio del cobre, con impactos sobre la sostenibilidad del déficit de cuenta corriente. En ese escenario de riesgo, vemos impactos acotados sobre los precios de las viviendas, ante un proceso anticipado de ajuste en los stocks.

## 2. El entorno económico se torna menos favorable para el 2013-2014

### Dinamismo de la actividad da muestras de agotamiento, y esperamos expansiones del PIB bajo potencial el 2013 y 2014, con el principal riesgo proveniente de retrocesos abruptos y significativos en el precio del cobre

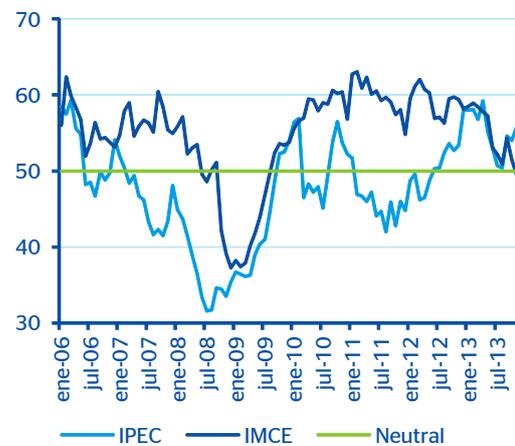
La economía entró en un proceso de desaceleración que ha sido iniciado por la inversión, pero que esperamos sea seguido también con grados mayores de desaceleración del consumo privado. El PIB terminaría creciendo en torno a 4,2% el 2013 con riesgos bajistas. Por ahora el mercado laboral muestra una tasa de desempleo que parece indicar estrechez, pero que evidencia recomposición de empleo desde asalariado a cuenta propia, y estabilización en el crecimiento de las remuneraciones. Esperamos que el menor dinamismo de la inversión privada termine inyectando holguras al mercado laboral que lleven a menor creación de empleos y a una evolución aún menos dinámica de las remuneraciones reales (Gráfico 1). Lo anterior tendría impacto en el ingreso disponible de las personas y, finalmente, en la capacidad de endeudamiento hipotecario.

Gráfico 1  
**Mercado laboral: empleo y salarios reales**  
(Var. % a/a)



Fuente: INE y BBVA Research

Gráfico 2  
**Confianza de los consumidores y empresarios**  
(Índice)



Fuente: BCCh, ICARE y BBVA Research

En parte el fenómeno de desaceleración se ha visto reflejado en la industria manufacturera y en las expectativas y confianza del empresariado. Las expectativas de consumidores han tenido retrocesos, pero continúan en terreno positivo, sostenidas muy probablemente por las aún positivas cifras laborales (Gráfico 2).

Las perspectivas para el resto del 2013 y 2014 apuntan a un crecimiento por debajo de potencial, creando ciertas holguras de capacidad. Para el 2014, nuestras proyecciones son de una expansión del PIB en torno a 4%, con la demanda interna creciendo 4,1% a/a. El menor crecimiento se observa en un contexto de desaceleración tanto en economías emergentes como también de nuestros principales socios comerciales. Asimismo, las condiciones financieras internacionales se han tornado algo más restrictivas, posterior a la discusión de retiro paulatino de las compras mensuales de bonos por parte de la Fed, situación que también ha llevado a salida de capitales de carácter más volátil.

La formación bruta de capital acumula un crecimiento de 7,0% a/a al 3T13, y esperamos que se expanda 4,6% el 2014. Estas expansiones son significativamente inferiores a las observadas en años precedentes (14,7% en 2011 y 12,3% en 2012), y dan pie a nuestra visión de que la

oferta en los sectores de construcción residencial y comercial continuará moderándose, evitando impactos significativos sobre los precios.

Por su parte, la Cámara Chilena de la Construcción proyecta que tras crecer en torno a 5% este año, la inversión en construcción crecerá 4,0% el 2014. De acuerdo con esta entidad, la inversión en viviendas crecería 2,9% en 2013 y 1,4% el 2014. El menor crecimiento del próximo año se explicaría por un retroceso de la inversión en viviendas públicas, que no logrará ser compensado por un crecimiento mayor de la inversión en viviendas privadas.

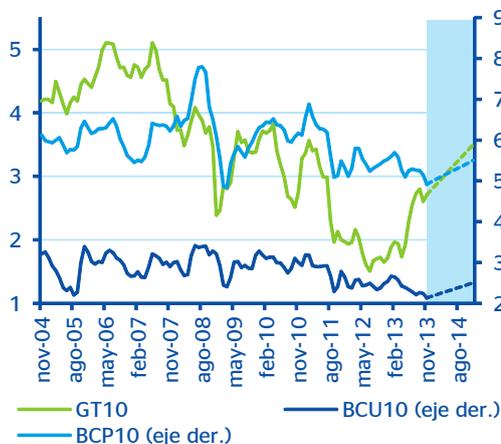
### Condiciones financieras locales apuntan hacia una mantención e incluso aumento en las tasas de interés de largo plazo, mientras que condiciones crediticias a nivel agregado podrían ser más restrictivas ante empeoramiento en indicadores de crédito

La evolución de las tasas de interés estará marcada por una reducción en la tasa de política monetaria (TPM) que tendría impactos bajistas sobre las tasas de interés de largo plazo, pero también por un aumento paulatino en las tasas de interés externas, que tendría un efecto contrario y significativo.

Localmente, el Banco Central tendría un escenario propicio para recortes adicionales en la TPM de no menos de 50 pb en nuestro escenario base. El estímulo monetario adicional llevaría a reducciones en las tasas de interés de largo plazo. Sin embargo, también esperamos aumentos en las tasas de interés de largo plazo de EE.UU. producto del retiro del estímulo monetario no convencional ante mejoras en el crecimiento de dicha economía. En su conjunto, y considerando un traspaso histórico de las tasas externas a sus contrapartes locales, esperamos que las tasas de interés de largo plazo locales tengan un moderado camino alcista durante el 2014 (Gráfico 3).

El spread sobre el costo de fondo se ha incrementado durante los últimos años en un contexto de creación de empleos, alta demanda por viviendas y niveles de crecimiento en la inversión y PIB sobre potencial. En efecto, las bajas en las tasas de interés de referencia (BCU) no se han reflejado en bajas de las tasas de interés para créditos hipotecarios, lo que también puede atribuirse a un aumento del riesgo de crédito. Nuestra expectativa es que este spread podría continuar subiendo el próximo año acompañando el mayor riesgo de la cartera hipotecaria (Gráfico 4).

Gráfico 3  
Tasa de interés de largo plazo BCU10, BCP10 y GT10 (%)



\*Área sombreada representa proyección.  
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 4  
Spread entre la tasa promedio hipotecaria y BCU10 (%)



Fuente: BCh, Bloomberg y BBVA Research

Las condiciones para créditos hipotecarios han mostrado retrocesos siguiendo el menor dinamismo del empleo y el deterioro de las carteras (Gráficos 5 y 6). Esperamos que las condiciones crediticias no mejoren sustancialmente durante los próximos trimestres ante políticas conservadoras de la banca y empeoramiento de las medidas tradicionales para asignar riesgo crediticio a nivel de personas y empresas.

Gráfico 5  
Condiciones créditos hipotecarios (Índice)



Fuente: BBVA Research en base a Encuesta de Crédito BCCh

Gráfico 6  
Condiciones créditos inmobiliarios (Índice)



Fuente: BBVA Research en base a Encuesta de Crédito BCCh

En efecto, respecto de las condiciones crediticias estas se han visto afectadas por la incertidumbre en los mercados financieros internacionales y las cifras de actividad por debajo de lo esperado durante el primer semestre. La encuesta de condiciones crediticias del Banco Central muestra mayores restricciones en el otorgamiento de crédito, particularmente a empresas inmobiliarias y constructoras. Lo anterior podría responder a los mayores niveles de riesgo percibidos por las instituciones financieras ante los temores de aumentos significativos y rápidos en los precios de viviendas y oficinas, situación que llevó a advertencias, por parte del Banco Central y algunos privados, respecto de no proyectar tendencias similares en el futuro hace algunos trimestres.

Como lo manifestamos en el Situación del Cuarto Trimestre, el principal riesgo proviene de una mayor y acelerada caída en el precio del cobre hacia un nivel inferior al que estimamos de largo plazo (2,9US\$/lb) que termine generando un cierre abrupto en el déficit de cuenta corriente.

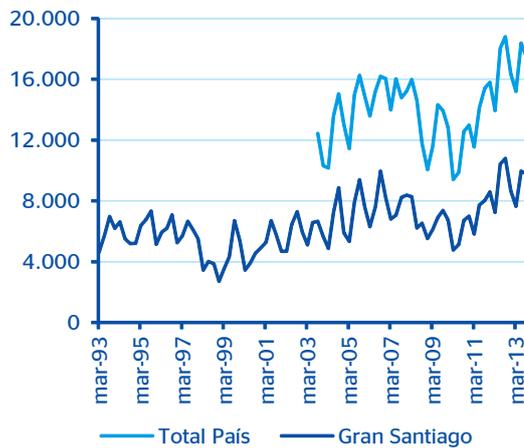
Si bien se ha configurado un escenario propicio para una reducción paulatina y saludable del déficit de cuenta corriente, con desaceleración en la demanda interna y una depreciación real del peso, no parece aconsejable acelerar este proceso a través de detenciones en los flujos de inversión extranjera directa y/o depreciaciones adicionales mayúsculas del peso. Un escenario de riesgo como el anterior podría estar acompañado de postergación de proyectos en el sector construcción residencial y comercial, aumentos en los stocks disponibles y, en última instancia, correcciones a la baja en precios.

### 3. Sector inmobiliario mantiene dinamismo con alzas menores pero persistentes en los precios

#### Ventas y precios de viviendas mantienen dinamismo en un contexto de menor stock disponible

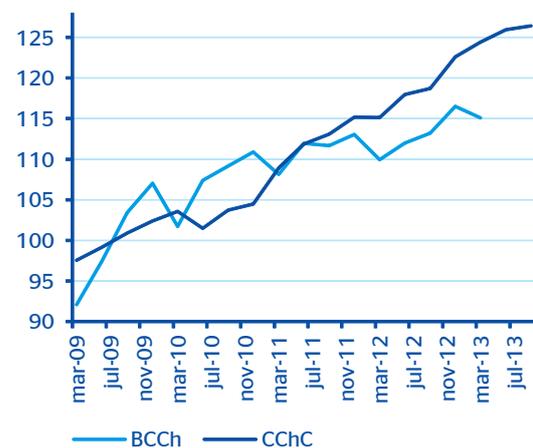
Las ventas de viviendas han continuado aumentando el 2013 y también lo han hecho los precios promedio (Gráfico 7 y 8). Esta situación resulta consistente con la mantención de condiciones financieras apropiadas, mejora en los niveles de ingreso de los hogares y escasez relativa de ubicaciones en comunas/regiones de mayor demanda.

Gráfico 7  
Ventas de Viviendas (unidades)\*



\* Las cifras nacionales fueron revisadas en mayo de 2013 en base a la actualización de la metodología de expansión de las cifras. Fuente: CChC, INE y BBVA Research

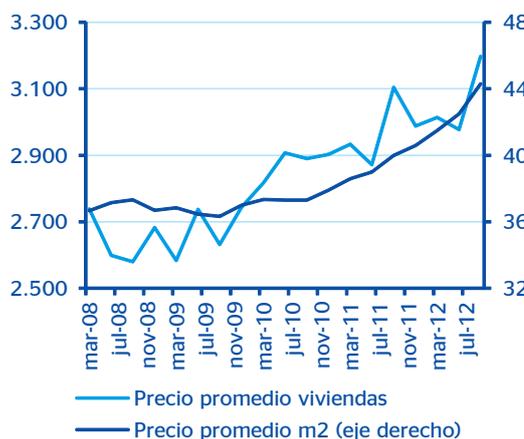
Gráfico 8  
Precios reales de viviendas (Índice 2009=100)



Fuente: BCCh, CChC, BBVA Research

La Región Metropolitana ha sostenido el dinamismo de sus precios y ventas (Gráfico 9 y 10). La composición de las ventas ha estado conducida por los departamentos, con cerca de 6.900 unidades vendidas a septiembre 2013, versus 2.900 unidades de casas vendidas en igual período.

Gráfico 9  
Región Metropolitana: precios de viviendas (UF)



Fuente: Collect y Ministerio de Vivienda y Urbanismo

Gráfico 10  
Ventas de viviendas en el Gran Santiago (miles de unidades)



Fuente: CChC y BBVA Research

El dinamismo de las ventas ha llevado a una disminución del stock de viviendas medido en meses disponibles para ventas (Gráfico 11). En ese contexto, no es posible afirmar que el mercado inmobiliario esté mostrando signos de agotamiento, sino por el contrario, es altamente probable que el retroceso en las unidades disponibles para venta impida por ahora retrocesos en los precios. Por otro lado, el esperado menor dinamismo de la economía que ya se ha dejado ver en los trimestres precedentes, junto a un crecimiento bajo tendencia en los próximos meses hacen prever peores condiciones para el endeudamiento de los hogares. En su conjunto, nos permiten tener un diagnóstico de moderación en el dinamismo de las ventas, pero con sostenibilidad en los precios actuales.

Gráfico 11

**Stock de viviendas y ratio a ventas en Región Metropolitana (RM) y Resto del país**

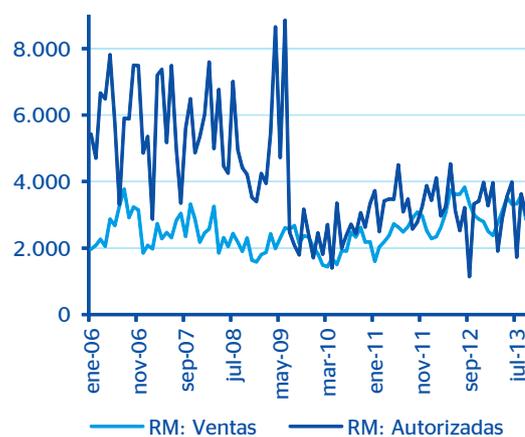


Fuente: CChC y BBVA Research

Los permisos de edificación no han retomado los niveles observados pre-Lehman, pero muestran estabilización en torno a las 4.000 unidades para la Región Metropolitana, y 6.000 para el resto del país (Gráfico 12 y 13). Esta evidencia apoya nuestra visión de que la oferta de viviendas en el país no tendrá incrementos sustantivos que sean incompatibles con la capacidad de absorción a precios similares o incluso superiores a los observados en el pasado reciente. De cualquier forma, la situación de estrechez de este mercado continúa siendo mayor en la Región Metropolitana que en el resto del país, como ha sido la tónica de los últimos años.

Gráfico 12

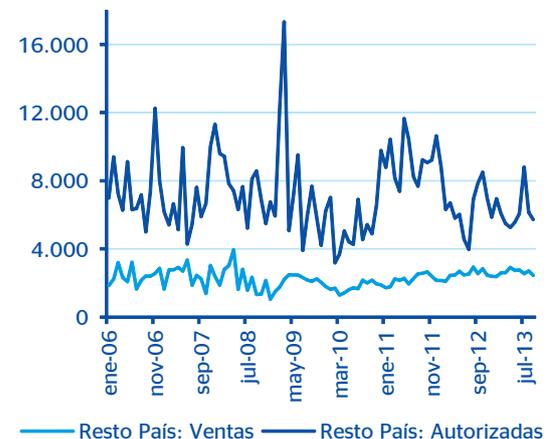
**Ventas y permisos de edificación, RM (unidades)**



Fuente: CChC, INE y BBVA Research

Gráfico 13

**Ventas y permisos de edificación, Resto del país (unidades)**



Fuente: CChC, INE y BBVA Research

Debemos consignar que si bien no es posible detectar incompatibilidad entre el crecimiento de los precios de las viviendas a nivel agregado, continúan grados importantes de heterogeneidad (Gráfico 14). Aquello no es sintomático de desalineamiento en aquellas regiones y comunas que presentan alzas significativamente superiores al promedio del país. Por un lado, dado que no es posible evaluar asertivamente el rol de los fundamentales en su evolución específica habiendo aspectos netamente idiosincráticos de cuantificación elusiva y, por otro lado, porque tampoco la heterogeneidad en el precio de viviendas es un fenómeno que se observa de manera intensa en otros países que han presentado burbujas en sus precios como aquellos en donde no se han observado desalineamientos.

Gráfico 14

**Precio promedio de viviendas nuevas (UF)**



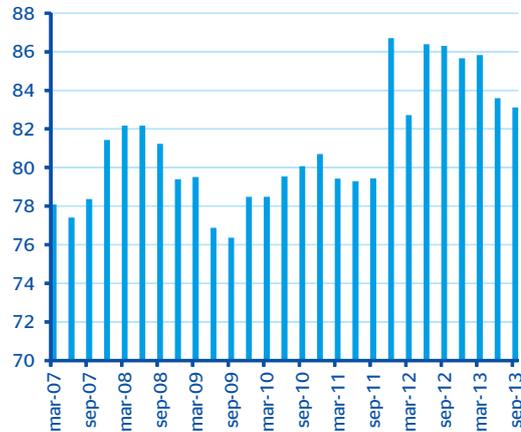
Fuente: Collect y Ministerio de Vivienda y Urbanismo

**Estabilización en la razón deuda a garantía del sector bancario**

Un aspecto importante a monitorear es la garantía exigida a las personas al momento de tomar un crédito hipotecario. Niveles elevados y crecientes de los *loan-to-value* pueden ser preocupantes dado que indicarían que el sector bancario podría estar alimentando el alza en el precio de las viviendas de manera no acorde con los fundamentales. En Chile se observa que la razón deuda a garantía experimentó un aumento importante hacia fines del 2011 ante el incremento en el ingreso disponible de los hogares, pero se ha estabilizado e incluso retrocedido en los trimestres recientes.

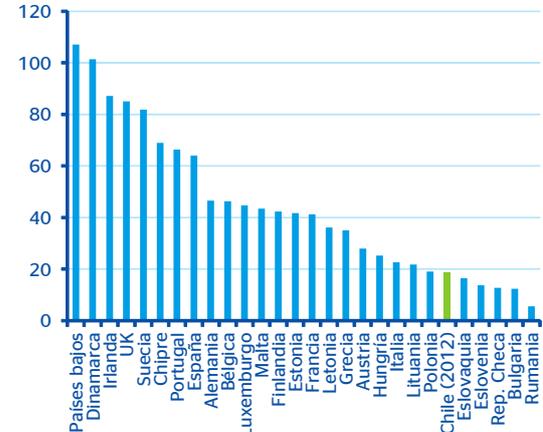
Es relevante mencionar que el promedio de *loan-to-value* no refleja la recomposición en la provisión de crédito dentro de la cartera hipotecaria (Gráfico 15). En efecto, si bien se observa que la razón no ha regresado a los niveles observados el 2007-2008, las personas que reciben préstamos hipotecarios con *loan-to-value* elevados pertenecen a estratos de riesgos de crédito superiores. Consecuentemente, el riesgo ponderado de las carteras hipotecarias no se ha visto mermado a pesar de observar niveles de deuda a garantía marcadamente por sobre 80%.

Gráfico 15  
Razón deuda a garantía hipotecaria (%)



Fuente: Informe de Estabilidad Financiera segundo semestre 2012 BCCh y BBVA Research

Gráfico 16  
Deuda hipotecaria sobre PIB (%)

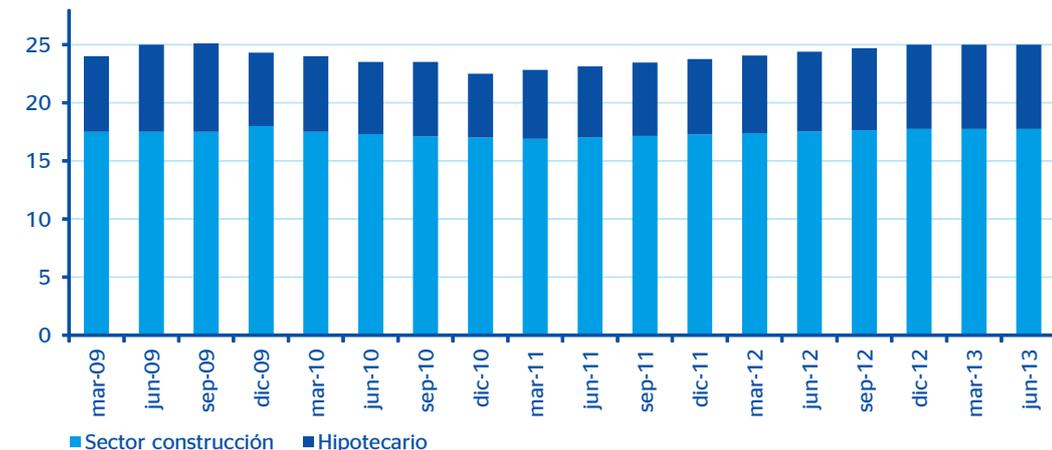


Fuente: European Mortgage Federation Hypostat 2010 y BBVA Research

El espacio para continuar observando penetración de la deuda hipotecaria en los hogares es elevado al ser comparado con otros países (Gráfico 16). En efecto, dentro de un concierto de países desarrollados y emergentes, Chile tiene una razón de deuda hipotecaria a PIB de 20%, nivel que se ubica en la parte media-baja de países OECD y desarrollados.

El crédito bancario vinculado al sector inmobiliario no se ha incrementado post-Lehman como porcentaje del PIB (Gráfico 17), indicativo nuevamente que los proveedores de crédito no han estado detrás del alza de precios, elemento que ha respondido más bien a las mejores condiciones laborales en términos de empleo y salarios.

Gráfico 17  
Crédito bancario al sector inmobiliario (% del PIB)



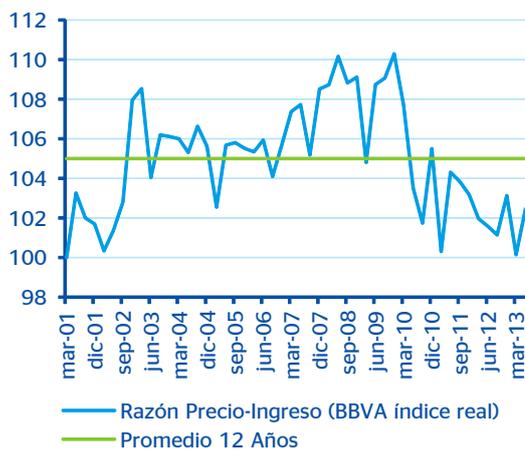
Fuente: IMF Country Report N°13, Chile

## No se observa un desalineamiento en el precio de viviendas a nivel agregado

Analizamos medidas tradicionales de desalineamiento tales como precio-ingreso y renta-precio. Ambas construidas a partir de datos disponibles en Portal Inmobiliario y Cámara Chilena de la Construcción. Al respecto, no encontramos evidencia de desalineamiento. Más aún, nuestro

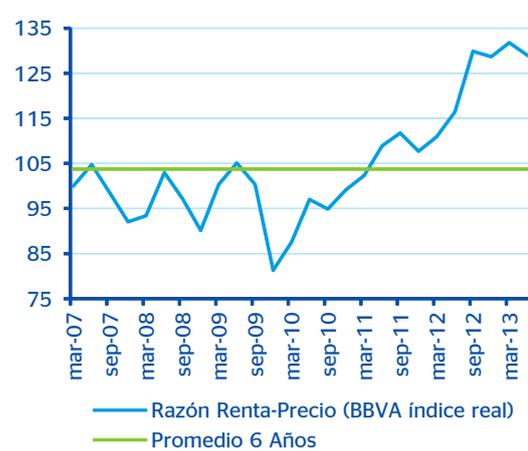
examen nos permite concluir que el precio de las viviendas ha seguido estrechamente la evolución ascendente en los ingresos disponibles de las personas en los últimos años (Gráfico 18 y 19).

Gráfico 18  
Chile: Razón Precio-Ingreso  
(Índice Marzo 2001=100)



Nota metodológica: Índice real de precios de vivienda (IRPV) de la CChC (reajustado a Mar.01=100). Ingreso real disponible de los hogares extraído de Cuentas Nacionales (reajustado a Mar.01=100).  
Fuente: BCCh, CChC, INE y BBVA Research

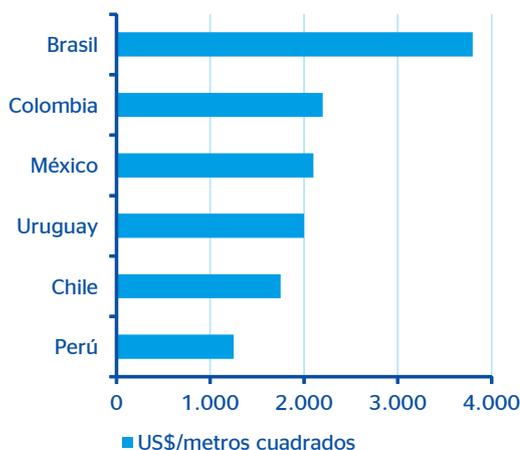
Gráfico 19  
Chile: Razón Renta-Precio  
(Índice Marzo 2007=100)



Nota metodológica: Precios de arriendo reales de las principales ciudades del Portal Inmobiliario (índice base Mar.07=100). Precios nacionales de vivienda reales de la CChC (índice reajustado a Mar.07=100).  
Fuente: BCCh, CChC, Portal Inmobiliario, INE y BBVA Research

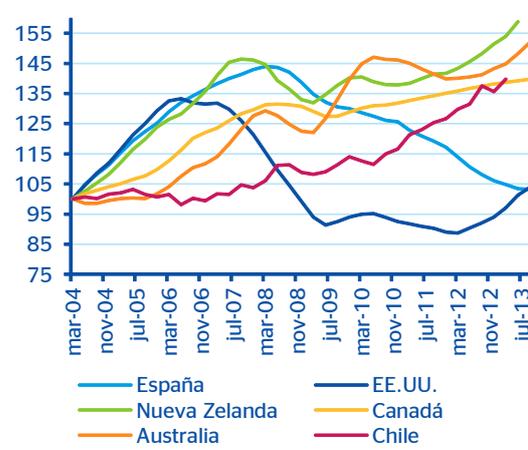
Por otro lado, cuando se comparan los precios en USD por metro cuadrado en Latam, Chile no aparece con precios por sobre otros países de la región (Gráfico 20). Asimismo, cuando se observa la evolución de los precios de viviendas para un conjunto de países, algunos de los cuales presentaron burbujas en sus precios, Chile presenta una evolución cercana al promedio, y por debajo de otras economías exportadoras de *commodities* como Australia y Nueva Zelanda (Gráfico 21).

Gráfico 20  
Precios departamentos en Latinoamérica  
(US\$/metros cuadrados)



Fuente: IMF Country Report N°13, Chile

Gráfico 21  
Precios reales de viviendas (Q1-04=100)



Fuente: Haver y Cámara Chilena de la Construcción (CChC) y BBVA Research

## Recuadro 1: Cambios en la exención del IVA en la construcción y potenciales consecuencias distributivas

En el siguiente recuadro se presenta nuestra visión sobre los potenciales impactos de una nueva modificación a la exención del 65% del débito de IVA en sector de la construcción, elemento que se enmarca dentro de los cambios tributarios del programa de gobierno de Michelle Bachelet (MB).

### El IVA en la construcción en Chile: objetivos y normativa actual

En términos generales, la incorporación de la actividad de la construcción como sector afecto al pago de IVA fue introducida en el año 1974 con la ley n°18.630. Bajo dicha norma, los contratos de construcción y de transferencia de inmuebles celebrados por empresas constructoras quedaron afectos al pago de IVA, actualmente en una tasa del 19%. Asimismo, en el artículo 21 de dicha ley se estipulaba una exención del 65% del débito de IVA que se genere en la venta de servicios de construcción, o bien, en la venta de una propiedad –neta del valor del terreno– por parte de una empresa constructora.

Cabe destacar que en la normativa chilena la definición de lo que se entiende por “servicios de construcción” es bastante específica y se limita sólo a la construcción y venta de propiedades nuevas con fines habitacionales. Esto contrasta con la normativa que rige en algunos países que también aplican exenciones parciales de IVA a la construcción, pero que incorporan una definición de servicios más amplia que la ley chilena –como podría ser un contrato de reparación o de mantención de una propiedad. No obstante las diferencias en este punto, los objetivos de los países en donde se aplica este instrumento son los mismos: contener el alza de precios de viviendas relacionada a la aplicación íntegra del IVA

en la venta de una propiedad nueva y, a su vez, generar condiciones más competitivas de oferta inmobiliaria con fines habitacionales.

En este contexto, la actividad de la construcción convivió con estas reglas del juego hasta principios del 2008, periodo en donde se modificó el artículo 21 restringiendo la exención del 65% del débito de IVA a la venta de construcciones habitacionales cuyo valor no supere las UF4.500. Más aún, la franquicia se limitó a un tope de sólo UF225 por vivienda<sup>1</sup>.

Dicha modificación se enmarca en los efectos redistributivos no deseados de una exención de IVA sin límites en el valor de las propiedades. Así, la crítica apunta al carácter regresivo de la franquicia, dado que favorecería más –en términos absolutos– a aquellos hogares que pueden optar a viviendas de mayor valor, es decir, a los deciles más aventajados de la distribución de ingresos.

El tratamiento del débito de IVA que actualmente afecta a la venta de servicios de construcción se expone en la Tabla 1.

Se observa que para propiedades cuyo precio de venta es mayor la tasa de impuesto efectiva por concepto de IVA también es superior, convergiendo al 19% una vez traspasado el umbral de la UF4.500. Esta afirmación es invariante a los supuestos usados sobre el valor del terreno –que en este ejercicio se entiende como un porcentaje del precio de venta de la propiedad. En este contexto, la carga tributaria efectiva por concepto de IVA a la constructora se distribuye entre un 6,7% y un 19%, dependiendo del valor de la propiedad, tomando valores intermedios para las viviendas cuyos precios fluctúan entre UF 2.000 y UF 4.500.

Tabla 1

#### Modo de operar de la actual exención

(a)	Precio propiedad (UF)	1.500	2.000	3.000	4.000	4.500	5.000
(b)	Valor Terreno (Sup. 30%)	450	600	900	1.200	1.350	1.500
(a)-(b)	Valor Agregado Construcción (VAC)	1.050	1.400	2.100	2.800	3.150	3.500
(c)	Débito IVA sin Exención (19% VAC)	200	266	399	532	599	665
(d)	Exención IVA (65% de (c))	130	173	259	346	389	N/A
(e)	Tope Exención*	225	225	225	225	225	N/A
(c)-min{(d),(e)}	IVA efectivo (UF)	70	93	174	307	374	665
	IVA efectivo (% VAC)	6,7	6,7	8,3	11,0	11,9	19,0

\*Nota: Tope exención bajo normativa actual vigente la cual permite hasta UF225 cualquiera sea el valor de la propiedad. N/A: No Aplica.  
Fuente: BBVA Research

1: Decreto de Ley 910, Marzo 2008.

Tabla 2

## Modo de operar de la exención con ajuste

(a)	Precio propiedad (UF)	1.500	2.000	3.000	4.000	4.500	5.000
(b)	Valor Terreno (Sup. 30%)	450	600	900	1.200	1.350	1.500
(a)-(b)	Valor Agregado Construcción (VAC)	1.050	1.400	2.100	2.800	3.150	3.500
(c)	Débito IVA sin Exención (19% VAC)	200	266	399	532	599	665
(d)	Exención IVA (65% de (c))	130	173	N/A	N/A	N/A	N/A
	Mayor Costo por IVA (UF)	0	0	225	225	225	0
	Mayor Costo por IVA (% (b))	0	0	25,0	18,8	16,7	0
(c)-(d)	IVA efectivo (UF)	70	93	399	532	599	665
	IVA efectivo (% VAC)	6,7	6,7	19,0	19,0	19,0	19,0

N/A: No Aplica.

Fuente: BBVA Research

### Nuevo cambio a la exención del IVA y efectos redistributivos en la renta de terrenos

La propuesta programática de MB plantea una exención de IVA aún más restrictiva, otorgándola sin tope sólo a propiedades de menos de UF2.000. Así, para entender el nuevo tratamiento del IVA que afectaría a los servicios de construcción, hemos elaborado un ejercicio bajo los mismos supuestos anteriores en la Tabla 2.

Del ejercicio se desprende que, bajos los supuestos utilizados, se daría una diferencia marcada en el IVA pagado por las viviendas de menos de UF 2.000, –cuya tasa sería cercana al 7%– y las viviendas de mayor valor, que pagarían la tasa del 19%. Esto a diferencia de la situación actual, en la cual, como se dijo, se da un beneficio tributario parcial a las viviendas con precios entre UF 2.000 y UF 4.500

Por otro lado, se concluye que **con una elevada probabilidad el mayor costo que asuman las constructoras será absorbido, en su mayoría, por los dueños de terrenos asociados a valores de propiedad entre UF2.000 y UF4.500, siendo en términos proporcionales más perjudicial para el tramo inferior de ese rango.** El supuesto crítico detrás de esta última afirmación es que el mayor costo por concepto de IVA no se materializará en alza de precios de las viviendas en el tramo de precios bajo análisis –supuesto *ceteris paribus*. No obstante, dicho supuesto deja de ser crítico para nuestras conclusiones toda vez que observemos condiciones de demanda más débiles durante el 2014 –es decir, menor ritmo de actividad económica y aumentos en la tasa de desempleo, que limiten el traspaso de costos de la constructora al consumidor.

**Asimismo, en caso de que se materialice un traspaso de costos hacia el valor de las propiedades, este afectaría principalmente al tramo de UF 2.000 a UF 4.500. En este caso, anticipamos algún grado de sustitución de demanda que desviaré posteriormente la oferta de propiedades**

**hacia aquellas inferiores a UF2.000 y superiores a UF4.500.** En este escenario, la merma para la rentabilidad de los terrenos asociados a propiedades con precios entre UF2.000 y UF4.500 podría exacerbarse en beneficio de los dueños de terrenos asociados a precios de propiedades inferiores a UF2.000 y superiores a UF4.500.

### ¿Existe alguna de evidencia que nos permita hacer dicha afirmación respecto de los efectos redistributivos que potencialmente se daría sobre la rentabilidad de la tierra?

La única aproximación que tenemos para dar soporte a nuestras conclusiones, corresponde a los efectos en la composición de las ventas de inmuebles que ha traído la última modificación al artículo 21. Modificación que limitó la franquicia del IVA a propiedades bajo las UF4.500 y con tope de UF225 a partir del año 2008.

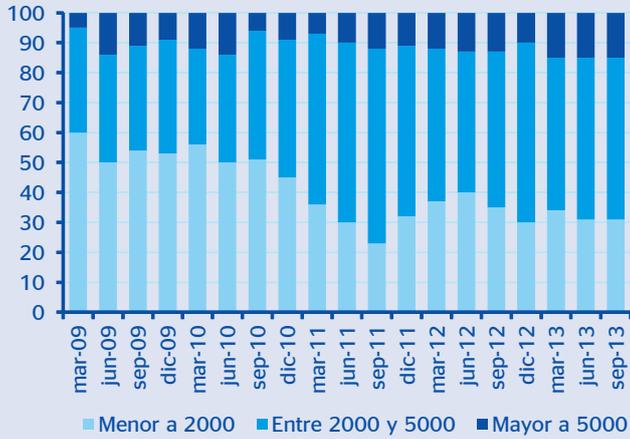
Posterior a dicha modificación, deberíamos haber observado un grado mayor de concentración de ventas de inmuebles en precios superiores a UF4.500. Y por el contrario, una menor participación de las propiedades inferiores a las UF4.500, en particular, aquellas de precios menores a UF2.000 en donde el tope de la franquicia –las UF225– no es restrictiva.

Los Gráficos 22 y 23 confirmarían nuestra apreciación, en donde las ventas de propiedades sobre UF5.000 han mostrado una mayor participación dentro de las ventas totales desde el año 2009, mientras que las de precios inferiores a UF2.000 han mostrado secularmente una menor participación sobre las ventas totales de inmuebles.

A modo de ejemplo, las casas sobre UF5.000 han pasado de representar un promedio de 9,6% a algo en torno al 12,6% –al 3T13 representan el 15%–, algo similar se observa en las ventas de departamentos sobre UF5.000. Sin embargo, debemos reconocer que dicha aproximación no nos permite aislar el efecto puro del ajuste a la normativa ante los cambios que ha tenido la distribución de ingresos de los hogares desde el 2009.

Gráfico 22

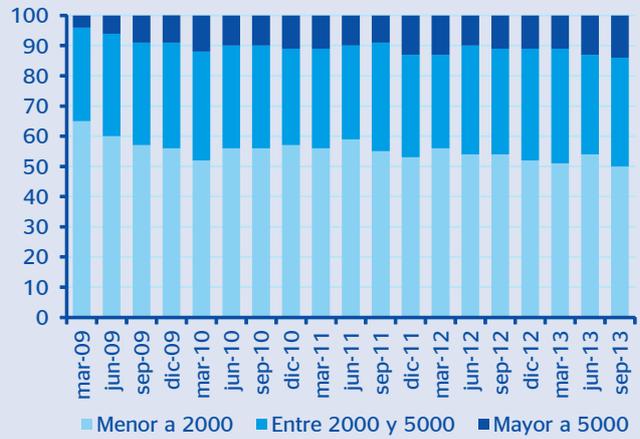
Ventas de casas por tramos de precios en UF (%)\*



\*Se consideran ventas en el Gran Santiago.  
Fuente: CChC y BBVA Research

Gráfico 23

Ventas de departamentos por tramos de precios en UF (%)\*



\*Se consideran ventas en el Gran Santiago.  
Fuente: CChC y BBVA Research

## 4. Mercado de oficinas asume enorme capacidad de absorción

Luego de la contracción del año 2009, la demanda doméstica ha sido determinante en el comportamiento de la actividad económica de los últimos años. En línea con esto, el sector no transable de la economía ha crecido 4,7% a/a en el primer semestre del 2013, muy por arriba de la expansión de 3,3% a/a del sector transable. En particular, salvo las actividades de Restaurantes y hoteles y Servicios a la vivienda, las demás actividades de servicios a las empresas y a las personas han tenido un dinamismo superior al del conjunto de la economía. Esto ha dado soporte a la mantención del dinamismo en el mercado inmobiliario no residencial. Sin embargo, este patrón de crecimiento estaría mostrando claros síntomas de agotamiento durante el 2013, que esperamos se acentúen el 2014.

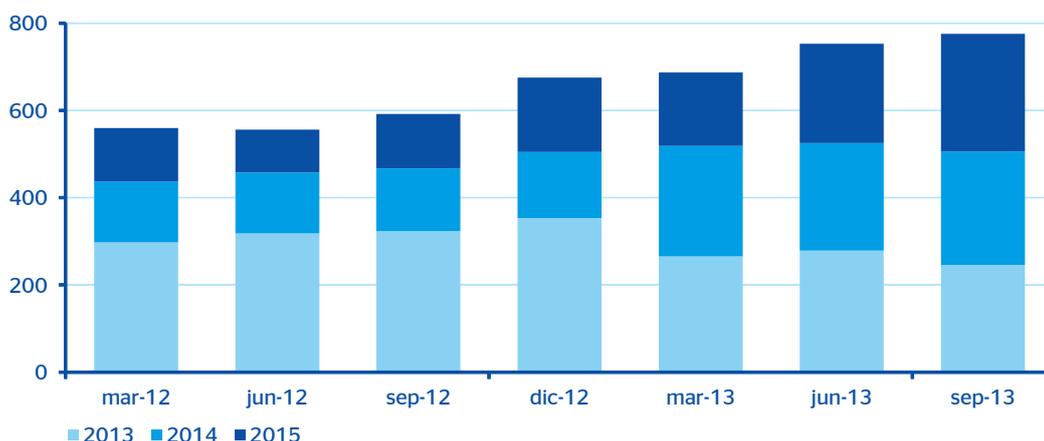
### Mercado inmobiliario no residencial mantiene un dinamismo difícil de conciliar con la capacidad de absorción futura

El mercado de oficinas ha recibido el ingreso de una importante cantidad de metros cuadrados disponibles, afectando las tasas de vacancia y los precios de los arriendos. Esto podría agravarse al incorporarse los nuevos proyectos esperados para el 2013- 2014, que consideran cerca de 500 mil metros cuadrados adicionales para las oficinas de clase A y A+ (Gráfico 24).

Es importante que los actores involucrados consideren en sus decisiones de inversión y financiamiento que las tendencias en los precios y la demanda en este sector podrían no continuar, especialmente, dado los riesgos externos descritos, el aumento previsto de la oferta y la desaceleración esperada de la economía.

Gráfico 24

#### Proyección de ingreso de nuevos proyectos de oficina clase A y A+ (miles de metros cuadrados)



Fuente: Banco Central de Chile en base a información de Global Property Solutions

La Corporación de Bienes de Capital (CBC) estima actualmente una inversión inmobiliaria no residencial de US\$1.615 millones para 2013, 27% por sobre lo estimado al cierre de 2012. Para el periodo 2013-2016, la CBC ajusta al alza su estimación en US\$1.679 millones, alcanzando un total de inversión para el periodo de US\$4.026 millones. Sin embargo, la naturaleza de esta corrección es heterogénea, siendo fundamentalmente la inversión con destino comercial y para oficinas el principal motor del aumento.

Asimismo, la inversión inmobiliaria con destino comercial se estima en US\$1.475 millones para el periodo 2013-16, lo que equivale a un aumento de 83% respecto al catastro realizado al cierre de 2012, reflejando un preocupante optimismo del sector ante el escenario doméstico menos

favorable que se prevé. Es importante destacar que, como es habitual, el mayor volumen de inversiones se concentra en los primeros años del catastro, lo que lleva a que cerca de US\$1.260 millones se ejecutarían en el periodo 2013-14 (Tabla 3).

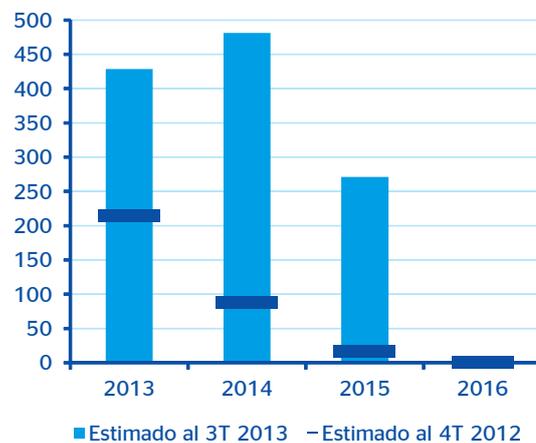
Tabla 3  
Inversión inmobiliaria no residencial\* (millones de dólares)

	2013		2014		2015		2016	
	4T 2012	3T 2013	4T 2012	3T 2013	4T 2012	3T 2013	4T 2012	3T 2013
Comercial	615	700	186	560	5	202	0	13
Oficinas	215	429	88	481	17	271	0	0
Turismo	75	48	73	69	70	86	67	0
Industria	169	147	144	173	115	111	82	43
Salud	63	138	56	97	15	101	0	3
Otros	135	153	102	152	52	50	3	0
<b>Inmobiliario no residencial</b>	<b>1.272</b>	<b>1.615</b>	<b>649</b>	<b>1.531</b>	<b>274</b>	<b>821</b>	<b>152</b>	<b>59</b>

\*Nota: Estimada al trimestre indicado.  
Fuente: BBVA Research en base a Corporación de Bienes de Capital

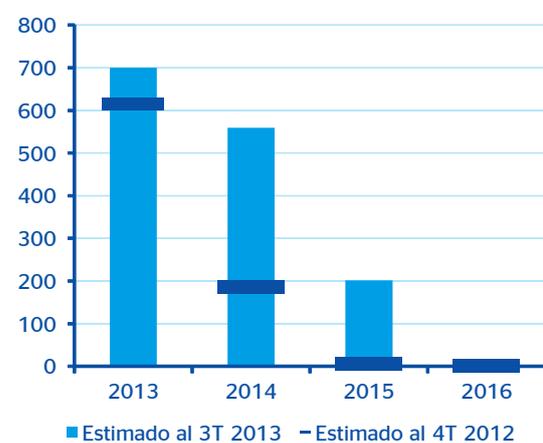
Por su parte, la inversión destinada a la construcción de oficinas registró correcciones al alza en los últimos trimestres. Para el período 2013-2016, alcanzaría a US\$1.181 millones, cifra 269% superior a la estimada al cierre del año pasado (Gráficos 25 y 26). Aquello es compatible con la importante cantidad de metros cuadrados que ingresarían al mercado (Gráfico 24), y sobre el cual se debe tener en consideración la efectiva capacidad de absorción en términos de cantidad y temporalidad.

Gráfico 25  
Inversión inmobiliaria en oficinas (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research en base a Corporación de Bienes de Capital (CBC)

Gráfico 26  
Inversión inmobiliaria para uso comercial (Millones de dólares)



Fuente: BBVA Research en base a Corporación de Bienes de Capital (CBC)

## Proyectos comerciales superan a los industriales en la inversión inmobiliaria no residencial a 2020

La inversión no residencial con destino industrial se ajustó a la baja al comparar el catastro de fines del 2012 con el tercer trimestre 2013 para el periodo 2013-16. Este subsector concentra una parte importante de la inversión no residencial en el horizonte a 2020, según la información total de proyectos de la CBC (Tabla 4). Sin embargo, vemos que la inversión destinada a actividades comerciales toma protagonismo agrupando más de US\$3.000 millones de inversión (Tabla 5).

Tabla 4

**Inversión inmobiliaria no residencial destinada a la industria (\*) (Millones de dólares)**

Nombre de Proyecto	Inversión (US\$ MM)	Etapas de Desarrollo
Ciudad empresarial y aeroportuaria Pudahuel	1085	Construcción
Ciudad empresarial	945	Construcción
Centro de distribución Kaufmann	144	Ingeniería de Detalle
Centro logístico La Farfana	100	Construcción
Edificio corporativo Claro Chile	57	Construcción
Loteo industrial hacienda El Montijo	23	Construcción
Parque científico y tecnológico Bío Bío	18	Ingeniería de Detalle
Polo científico tecnológico II etapa	15	Diferido
<b>Total</b>	<b>2.387</b>	

\*Proyectos hasta el año 2020.

Fuente: BBVA Research en base a Corporación de Bienes de Capital

Tabla 5

**Inversión inmobiliaria no residencial destinada a la actividad comercial (\*) (Millones de dólares)**

Nombre de Proyecto	Inversión (US\$ MM)	Etapas de Desarrollo
Ciudad empresarial	945	Construcción
Megaproyecto Costanera Center	818	Construcción
Puertas de Chicureo	250	Construcción
Portal Vitacura	240	Diferido
Mall Plaza Los Dominicos	218	Construcción
Mall Plaza Egaña	175	Construcción
Casa Costanera	170	Ingeniería de Detalle
Mall Barrio Independencia	102	Ingeniería de Detalle
Mall Vivo Los Trapenses	85	Construcción
Mall Plaza Arica	70	Ingeniería de Detalle
Centro Nuevo	70	Construcción
Mall Plaza Copiapó	66	Construcción
Proyecto Portal Bio Bio	62	Construcción
Stripcenter La Dehesa	60	Construcción
Loteo Santa Carmen	50	Ingeniería Detalle
Centro de distribución mayorista Lo Valledor	43	Diferido
Power Center José Alcalde Délano oriente	42	Construcción
Mall Paseo Chiloé	36	Construcción
Túnel Andres Bello	30	Construcción
Estacionamientos subterráneos Plaza Sucre	25	Construcción
Mall Victoria	25	Ingeniería de Detalle
Centro Comercial Vivo Peñalolen	23	Ingeniería de Detalle
Ampliación Mall Arauco Chillan	20	Construcción
Estacionamientos subterráneos plaza O'Higgins, ciudad de Valparaíso	15	Construcción
<b>TOTAL</b>	<b>3.640</b>	

\*Proyectos hasta el año 2020.

Fuente: BBVA Research en base a Corporación de Bienes de Capital

Finalmente, el catastro de la CBC muestra que el mercado de oficinas registra proyectos por un total de US\$1.463 millones hacia el 2020, concentrados principalmente en 2013-2015. Entre estos, los proyectos más destacados son "Parque Titanium Santa Rosa de Las Condes", "Parque Empresarial Aconcagua" y "Santiago Down Town", que concentran alrededor de un 37% de la inversión total registrada en este ítem (Tabla 6). Lo anterior, demuestra nuevamente el nacimiento acelerado de proyectos inmobiliarios en dicho subsector, cuya madurez y salida a mercado estará temporalmente concentrada durante el 2014 y 2015.

Tabla 6

**Inversión inmobiliaria no residencial destinada a oficinas (\*) (Millones de dólares)**

<b>Nombre de Proyecto</b>	<b>Inversión (US\$ MM)</b>	<b>Etapas de Desarrollo</b>
Parque Titanium Santa Rosa de Las Condes	300	Construcción
Parque empresarial Aconcagua	141	Construcción
Stgo Down Town	100	Construcción
Parque de las Naciones	100	Diferido
Estoril Capital	90	Construcción
Triangulo de Vitacura	80	Construcción
World Green Center	75	Ingeniería de Detalle
Alto El Plomo	70	Construcción
Ventana al Mar	60	Diferido
Titanium Copiapó	55	Construcción
Citypark etapa II	55	Construcción
Centro Costanera	50	Construcción
Edificio Los Militares	50	Construcción
Centro El Alba	40	Construcción
Apoquindo Downtown	35	Construcción
Príncipe de Gales 5921	35	Construcción
Edificio Vida Security	32	Construcción
Construcción de nuevos estudios y oficinas	22	Construcción
Edificio Coronel Pereira	20	Construcción
Edificio Caupolicán 150	20	Diferido
Apoquindo office	18	Construcción
Panamericana center	15	Construcción
<b>TOTAL</b>	<b>1.463</b>	

\*Proyectos hasta el año 2020.

Fuente: BBVA Research en base a Corporación de Bienes de Capital

**AVISO LEGAL**

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

**El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe**, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

**El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.**

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

**BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.**

**"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

**BBVA es un banco supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.**

## Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Chile:

---

*Economista Jefe Chile***Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

**Hermann Gonzalez**

hermannesteban.gonzalez@bbva.com

**Fernando Soto**

fsotol@bbva.com

**Aníbal Alarcón**

aalarcona@bbva.com

## BBVA Research

---

*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

**Álvaro Ortiz Vidal-Abarca**

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

**Stephen Schwartz**

stephen.schwartz@bbva.com.hk

México

**Carlos Serrano**

carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam

**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bbva.com

Chile

**Jorge Selaive**

jselaive@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**

hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**

oswaldo\_lopez@bbva.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

**Miguel Cardoso**

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

**Miguel Jiménez**

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

**Nathaniel Karp**

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

**Julián Cubero**

juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

**Sonsoles Castillo**

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

**Clara Barrabés**

clara.barrabes@bbva.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

**Ana Rubio**

arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

**David Tuesta**

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

**María Abascal**

maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

**José Carlos Pardo**

josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

**Matías Viola**

matias.viola@bbva.com

## Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**

Pedro de Valdivia 100

Providencia

97120 Santiago de Chile

Teléfono: +56 26791000

E-mail: [bbvaresearch@bbva.com](mailto:bbvaresearch@bbva.com)[www.bbvaresearch.com](http://www.bbvaresearch.com)