

Situación Inmobiliaria

Chile

Servicio de Estudios Económicos
Octubre 2009



Índice

Fecha de cierre: 30 de septiembre de 2009.

Resumen Ejecutivo	2
1. El mercado inmobiliario ante turbulencias financieras	3
Recuadro 1: Sector construcción no residencial	7
2. Políticas públicas de apoyo al sector de la construcción	8
Recuadro 2: Modificación exención tributaria a la construcción	11
3. Financiamiento hipotecario	12
Recuadro 3: Letras versus mutuos hipotecarios	13
4. Perspectivas a corto y mediano plazo	15
Recuadro 4: Potencial del mercado inmobiliario a mediano plazo, por segmentos de ingreso	16

Coordinación:

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Autores:

Alejandro Puente
Soledad Hormazábal
Carola Moreno

apuente@bbva.cl
shormazabal@bbvaprovida.cl
cmoreno@bbva.cl

Resumen Ejecutivo

Al incrementarse las tensiones financieras internacionales a comienzos del tercer trimestre de 2008, el mercado inmobiliario se encontraba ya en medio de un proceso de ajuste debido al encarecimiento de las condiciones de financiamiento y caída de las remuneraciones reales. Esto a consecuencia de las recientes alzas de tipos de interés en respuesta a un fuerte repunte de la inflación. En este entorno, la tasa de crecimiento de las ventas de viviendas era fuertemente negativa desde abril de 2008, y el stock de viviendas disponibles para la venta pasó de 18,8 meses en enero de 2008 a 26 meses en septiembre del mismo año. No es de sorprender, entonces que los precios de las viviendas hayan caído aproximadamente 1% y 3% el segundo y tercer trimestre de 2008.

El cambio en las condiciones internacionales llevó a una intensificación del ajuste del mercado inmobiliario. Afortunadamente, la reacción de política fue bastante intensa y oportuna. En octubre de 2008 se aumentó tanto el monto de los subsidios a la compra de vivienda social como el precio máximo de la vivienda a la cual se puede acceder mediante esta modalidad. Adicionalmente, se otorgó cobertura del seguro complementario de desempleo y de remate, de manera de aminorar el costo de financiamiento. Luego, en enero de 2009, en el marco del plan de estímulo fiscal para enfrentar la crisis internacional, se consideró un incremento de USD 700 millones a la inversión pública, monto que en su mayoría se destinó a programas de viviendas. Como consecuencia, la caída en el sector inmobiliario residencial fue mucho menor que en el sector no residencial que no recibió apoyo por parte del Estado.

La política monetaria, por su parte, fue extremadamente expansiva durante la primera mitad de 2009, con recortes que acumularon 750 puntos básicos, hasta llevar la tasa de política monetaria a un mínimo histórico de 0,5%. El traspaso hacia tasas para préstamos hipotecarios ha sido rápido y efectivo, con lo cual el promedio mensual de la tasa para este tipo de créditos a tres años, que alcanzó un máximo de 5,9% en enero del presente año, ya en marzo de 2009 volvió a ubicarse en 4,6%, similar al nivel prevaleciente durante el primer semestre de 2008.

A la fecha, las condiciones de otorgamiento de créditos han mejorado y más aún, las autoridades han modificado normativas que rigen a instrumentos de financiamiento de forma tal de potenciar el abanico de posibilidades para el deudor. Al mismo tiempo, las ventas del sector y los precios han comenzado a repuntar apoyados tanto por factores de oferta (menores costos de construcción y materiales) como de demanda (el desempleo se estabilizó y comenzará a ceder al mismo tiempo que las remuneraciones reales se mantienen elevadas, y que la confianza de consumidores continúa al alza.) El balance, por lo tanto, es positivo, toda vez que el impacto en el sector inmobiliario fue acotado y que ya se observan signos de recuperación.

Hacia el año 2010, las perspectivas para el sector inmobiliario son positivas, más aun considerando que los subsidios de Gobierno estarán vigentes hasta el 31 de diciembre de 2010. Para el mediano plazo (2011-2015) es prematuro hablar de una recuperación autovalente. Es decir, es muy temprano para evaluar en qué medida el sector puede seguir adelante sin apoyo adicional del gobierno. De todas maneras, el crecimiento de la demanda interna en torno a 6,5%, acompañado de una expansión de la inversión cercana a 8% son ciertamente factores que permiten pensar que las condiciones serán favorables.

1. El Mercado Inmobiliario en un Entorno Adverso

Al incrementarse las tensiones financieras internacionales, a comienzos del tercer trimestre de 2009, el mercado inmobiliario se encontraba en medio de un proceso de ajuste a consecuencia de un entorno económico adverso caracterizado por un fuerte repunte de la inflación.

Entre agosto de 1998 y agosto de 2007, por casi una década, la inflación en 12 meses nunca superó el 5%. Sin embargo, desde mediados de 2007 dos factores se conjugaron para provocar un fuerte repunte de los precios: por un lado, una brecha positiva entre la demanda agregada y el producto, y, por otro, el aumento de los precios de las materias primas, en particular del petróleo. Si bien, el aumento del precio de este último se vió levemente mitigado debido a la existencia de mecanismos para la estabilización de precios, se produjo un fuerte traspaso de los aumentos en los precios internacionales a los precios domésticos lo que mayormente explicó que la inflación en 12 meses alcanzara 7,8% al cierre de 2007 y un máximo de 9,9% en octubre de 2008.

Esta escalada inflacionaria motivó una reacción de política monetaria que llevó la tasa de política monetaria (TPM) a niveles superiores a los considerados neutrales -en ausencia de brechas o desvíos respecto a los parámetros de equilibrio-, durante el primer semestre de 2008, y a un máximo de 8,25% en octubre de ese año.

De la inflación a la incertidumbre

Con la quiebra de Lehman Brothers, en septiembre de 2008, comienza a cambiar radicalmente el entorno en el cual se desenvuelve el negocio inmobiliario. La rápida propagación de la crisis financiera conduce a un fuerte ajuste en las expectativas de crecimiento de la economía global. Con esto comienzan a revertirse la tendencia de los dos factores principales detrás de la escalada inflacionaria antes descrita: los precios de las materias primas comenzaron a revertirse al igual que el exceso de demanda. Lo que no se alcanzaba a vislumbrar a esas alturas fue la fuerza que adquiriría este cambio en las condiciones económicas y en la percepción de los agentes. Por ejemplo, tan tarde como noviembre de 2008 la Encuesta de Expectativas Económicas del Banco Central indicaba que la mediana de quienes contestaron esa encuesta esperaban una inflación de 4,6% al cierre de 2009. El resultado no era muy distinto en el caso de la expectativa de inflación implícita en los instrumentos financieros.

Lo que también fue una gran sorpresa fue la fuerza con que la situación internacional impactó en el ánimo de los agentes locales; se esperaba un efecto adverso en el sector externo de la economía. Sin embargo, desde el cuarto trimestre de 2008 y hasta el segundo de 2009, la caída de la demanda doméstica fue particularmente intensa, en cambio la contribución del sector externo al crecimiento terminó siendo positiva -debido al efecto contractivo en las importaciones que tuvo la caída del consumo y la inversión, que superó la caída de las exportaciones.

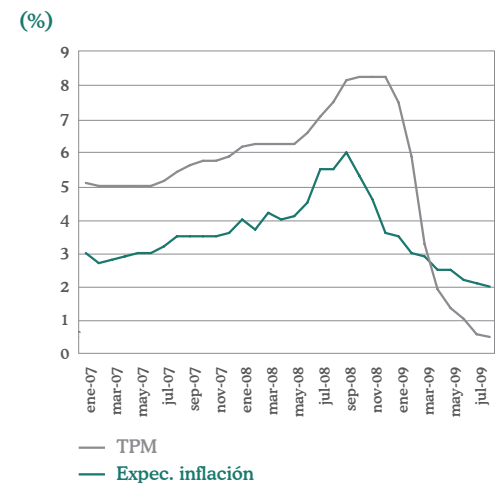
Probablemente, estas dos sorpresas expliquen que el Banco Central mantuviera la TPM en 8,25% hasta diciembre de 2008 y que la haya recortado sólo 100 puntos básicos en su reunión de enero de 2009. No obstante, cuando se tuvo más información acerca de la severidad del ajuste de la actividad económica internacional y doméstica y la velocidad de caída de los precios, el Consejo del Banco Central asumió una estrategia de recortes agresivos a la tasa de política, acumulando bajadas por 500 puntos básicos en sólo 3 meses, algo inédito a la fecha. Actualmente, la tasa de política se encuentra en su nivel más bajo desde que se nominalizó, 0,5%.

Índice de Precios al Consumidor (var. porcentual 12 meses)



Fuente: INE

TPM y Expectativas de Inflación de la EEE



Fuente: BCCh y BBVA

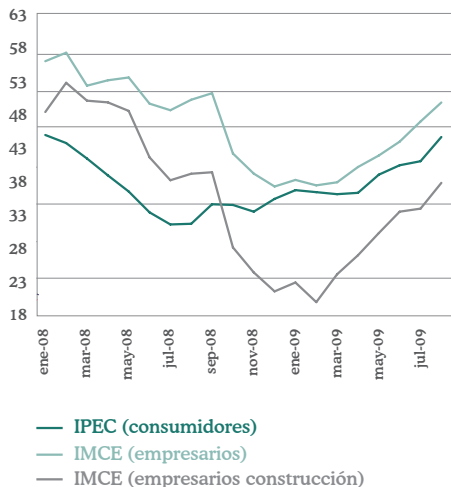
Precio Promedio de la Vivienda en la RM de Santiago

(var. % a/a)



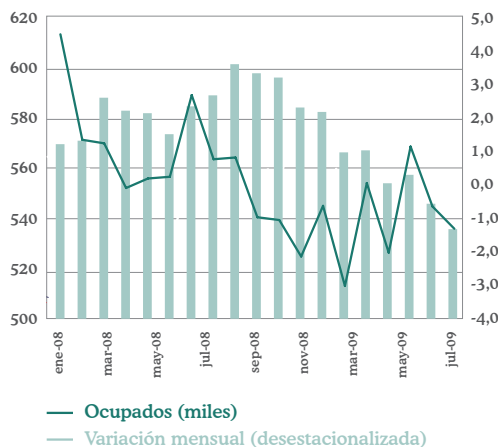
Fuente: Minvu, CChC y BBVA

Confianza Consumidores y Empresarios



Fuente: UAI-Icare y Adimark

Empleo Construcción



Fuente: INE y BBVA

Mercado inmobiliario: factores de demanda

Como se menciona arriba una manifestación no esperada de la crisis fue el efecto en las expectativas de los agentes y por esta vía en la demanda agregada interna. No obstante, el Índice de Percepción de la Economía de los Consumidores (IPEC), elaborado por Adimark, alcanzó un mínimo de 31,6 en julio de 2008, anticipándose un par de meses al incremento de las tensiones financieras. Este índice había promediado 50 puntos (nivel neutral) entre los años 2005 y 2008, y la fuerte caída durante el primer semestre de 2008 probablemente reflejó el usual efecto adverso de aceleraciones en la inflación sobre las expectativas. El IPEC se mantuvo en niveles muy bajos hasta marzo de 2009, cuando inicia un fuerte repunte que lo lleva a ubicarse en 44,6 puntos en agosto del presente año. Más aun, la pregunta sobre las perspectivas para los próximos 12 meses pasa de terreno pesimista a optimista en mayo de 2009 y alcanza 61 puntos en agosto.

Esta rápida recuperación de la confianza de los consumidores se ha visto acompañada de un importante aumento de las remuneraciones reales y de un aumento acotado del desempleo, ya que a pesar de que la tasa de desempleo se ha incrementado 2,4 pp entre el trimestre móvil mayo-julio 2008 y mayo-julio 2009, llegando a 10,8%, este nivel es inferior a lo esperado por el mercado y menor al 12% al que llegó durante la crisis asiática.

Mercado inmobiliario: factores de oferta

Las condiciones de la oferta también han variado marcadamente en los últimos meses, con aumentos de precios de los insumos, costos financieros y salariales a lo largo de 2008 y correcciones a la baja durante el primer semestre de 2009 que determinan una caída en los costos de la construcción que oscilaría entre 10% y 20% en un año, dependiendo del proyecto.

Los precios al mayor de los sectores industrial y minas y canteras, los mas relevantes para el sector construcción, pasan de un fuerte crecimiento hasta el cierre de 2008 a una importante desaceleración en la primera parte de 2009. El índice de precios industriales pasa de crecimientos en 12 meses que alcanza a 26,5% en noviembre de 2008 a -1,7% en agosto de 2009. La variación del índice de precios de minas y canteras pasa de 47,3% en octubre de 2008 a -40% en agosto 2009. Por su parte, el Índice Nominal de remuneraciones en el sector construcción se reduce desde un máximo de 12,7% a/a en septiembre de 2008 a 5,2% en julio de 2009.

El empleo en el sector ha sufrido caídas como en todos los otros sectores, pero a diferencia de comercio, agro y servicios financieros, donde en el margen (con respecto al trimestre inmediatamente anterior) se comienza a evidencia una recuperación, el sector construcción ha seguido acentuando la caída.

La dinámica positiva de los anteriores factores de oferta ha determinado una evolución también ampliamente favorable en la confianza de los empresarios del sector construcción. El índice mensual de Confianza Económica (empresarios) para el sector construcción alcanzó un mínimo de 20,1 en febrero de 2009, mostrando una fuerte recuperación hasta agosto en que llegó a 37,8, si bien aun se mantiene en terreno pesimista y por debajo de los niveles básicamente neutrales de la primera mitad de 2008.

Traspaso de tasas y estabilización del mercado inmobiliario

Aunque la TPM es una tasa overnight, su trayectoria, las expectativas sobre su evolución futura y las expectativas de inflación determinaron ajustes al alza de las tasas de interés de los bonos de largo plazo del Banco Central (los instrumentos subyacentes relevantes para los

préstamos hipotecarios) y en definitiva de las tasas para créditos hipotecarios. La tasa para créditos hipotecarios en UF a más de 3 años pasó de 4,8% a 5,77% entre septiembre y diciembre de 2008.

En este entorno de encarecimiento de las condiciones de financiamiento y caída de las remuneraciones reales, se produjo el ajuste del mercado inmobiliario. La tasa de crecimiento de las ventas de viviendas era fuertemente negativa desde abril de 2008, y el stock de viviendas –medido como la razón entre la oferta de viviendas nuevas y las ventas mensuales totales- pasa de 18,8 meses en enero de 2008 a 26 meses en septiembre del mismo año. No es de sorprender, entonces, que los precios de las viviendas hayan caído aproximadamente 1% y 3% el segundo y tercer trimestre de 2008.

El traspaso desde los recortes a la tasa de política monetaria a la estructura de tasas del sistema bancario ha sido bastante rápido, en particular en el caso de las tasas para préstamos hipotecarios. El promedio mensual de la tasa para este tipo de créditos alcanzó un máximo de 5,9% en enero del presente año, y ya en marzo volvió a ubicarse en niveles similares a los prevalecientes durante el primer semestre de 2008.¹

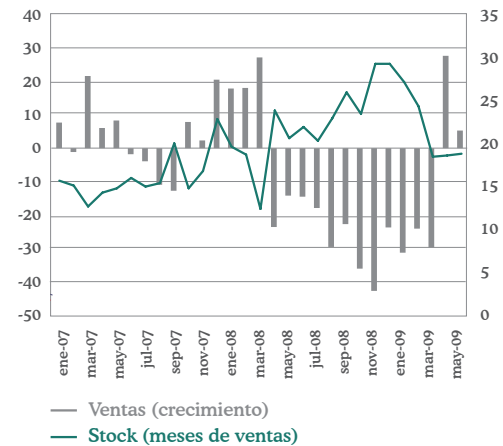
El rápido retorno de las tasas hipotecarias a sus niveles “normales”, junto con la extensión de la política de subsidios para la compra de viviendas –que se revisa más adelante- y la mejora en las expectativas sobre el desempeño futuro de la economía han determinado que luego de una breve caída en los flujos de crédito hipotecario en el cierre de 2008, estos se han recuperado desde inicios de 2009.²

En consonancia con esto, desde abril se observan tasas anuales positivas de crecimiento en las ventas de viviendas, luego de caídas entre abril de 2008 y marzo de 2009. Al mismo tiempo, luego del fuerte repunte del stock de viviendas de fines del año pasado se ha vuelto a niveles similares a los que prevalecieron hasta el primer semestre de 2009, en torno a 20 meses de las ventas mensuales.

Lo anterior también explicaría que con posterioridad a las caídas de los precios de las viviendas observadas en el tercer trimestre de 2008 y primero de 2009, en el segundo trimestre de este año estos precios han vuelto a aumentar con relación al segundo trimestre de 2008.

En resumen, luego del ajuste observado en el mercado inmobiliario en el segundo semestre de 2008 y hasta el primer trimestre de 2009, este mercado muestra signos de estar volviendo a la normalidad. El siguiente aparte precisamente se ocupa de uno de los factores que ha contribuido a la estabilización del mercado de la vivienda, el estímulo fiscal, y dentro de éste la política habitacional de subsidios a la adquisición de viviendas.

Crecimiento de las Ventas y Stock de Viviendas (% a/a y meses)



Fuente: Minvu, CChC y BBVA

¹ Ha habido alguna discusión acerca de un ajuste insuficiente de las tasas para préstamos de largo plazo, entre estas las hipotecarias. Sin embargo, el propio Presidente del Banco Central en una presentación ante la Comisión de Hacienda de la cámara de Diputados, el 27/07/09, señaló que los factores que explicarían los límites para mayores bajas de las tasas largas serían esencialmente positivos, vale decir, expectativas de una rápida recuperación de la actividad económica y en consecuencia ajustes al alza de la TPM, y un comportamiento inusual (usando a Chile como refugio) de los flujos financieros, con inversiones de cartera en el país en momentos de incertidumbre y salidas al reducirse la aversión al riesgo. Para un análisis del traspaso de los recortes a la TPM en el periodo posterior a la crisis asiática, ver el Informe de Política Monetaria de mayo 2002.

² Se refiere a la serie desestacionalizada y a los flujos mes a mes.

Recuadro 1: Sector Construcción No Residencial

Nuestro análisis del sector construcción excluye las obras de infraestructura y se refiere al tipo de obras que normalmente se financia a través de la banca comercial. Sin embargo, normalmente el foco se pone en la construcción residencial, entre otras razones porque se dispone de más fuentes de información y porque las políticas públicas normalmente están enfocadas a este segmento. Pero el mercado inmobiliario no residencial, vale decir, de oficinas, centros comerciales y en general de edificaciones para la realización de todo tipo de actividades económicas es relevante en diferentes aspectos. Desde una perspectiva bancaria, por su peso en el crédito hipotecario y desde una macroeconómica por ejemplo en el empleo que estos proyectos generan.

Uno de los efectos de la desaceleración de la actividad económica y del deterioro en las expectativas que tuvimos entre el segundo semestre del año 2008 y el primero de 2009 ha sido la postergación de proyectos inmobiliarios no residenciales e incluso la paralización de algunos que estaban en ejecución.

En el caso de Chile, un caso emblemático lo constituye la paralización de las obras del proyecto Costanera Center, con un costo estimado en US\$ 600 millones y una superficie de 700 mil m², que se paralizó en enero de este año a casi tres años de iniciado. Cabe destacar que en términos de m² el sector no residencial representó en 2008 el 39,4% del mercado inmobiliario total, lo cual da una idea de lo importante de tratar de entender lo que ha ocurrido con este durante la crisis, si está saliendo de esta y cuáles son las perspectivas.

Ahora bien, dada la elevada volatilidad de las series mensuales de superficie edificada, se usa el promedio móvil en 12 meses que entrega el Instituto Nacional de Estadísticas en el análisis.

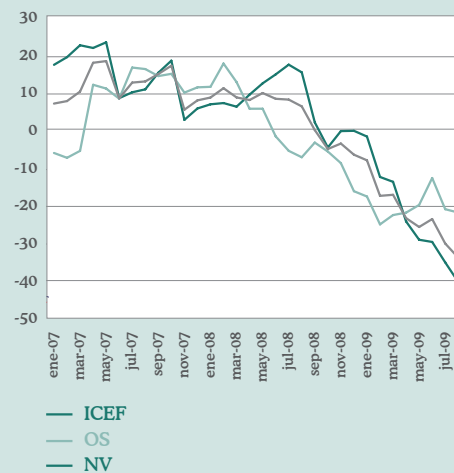
Una primera observación a partir de esta información es que el componente residencial ha tenido un ajuste más acotado que en no residencial, con una variación en agosto de 2009 con respecto a igual mes de 2008 de -20%, que contrasta con el -33,4% del componente no residencial. Más aun, es interesante destacar que este último inicia el ajuste septiembre, de manera que

no sólo es más profundo sino también más prolongado. En este resultado es probable que incidan las políticas públicas de mitigación, que como veremos se concentran en el sector residencial.

Mirando en más detalle la información del INE, que diferencia entre los segmentos Industria, Comercio y Establecimientos Financieros (ICEF) y Otros Servicios (OS), tenemos también diferentes velocidades en el ajuste: el del segmento ICEF se inicia en septiembre de 2008, coincidiendo con la acentuación de las tensiones financieras internacionales. En cambio, el segmento OS comienza el ajuste en abril de 2008. Probablemente este ajuste anticipado explique que en agosto de 2009 el segmento OS tenga una contracción en doce meses (39,8%) que es aproximadamente la mitad de la del segmento ICEF (21,5%).

Finalmente, los datos disponibles del sector inmobiliario no residencial no muestran que este sector esté saliendo de la recesión, aunque sí una cierta estabilización de la caída. Por otro lado, los factores que permiten ser optimistas respecto a la recuperación de la economía permiten ser optimistas respecto al mercado inmobiliario no residencial, en particular la recuperación de la confianza de los empresarios.

Mercado Inmobiliario No Residencial
(var. % a/a)



Fuente: INE y BBVA.

2. Políticas Públicas de Apoyo al Sector de la Construcción

La política pública habitacional se estructura en base a subsidios otorgados para que las familias puedan ser propietarias de viviendas³. El sistema opera como un subsidio a la demanda y la construcción de las viviendas está en manos del sector privado. En este marco, el rol del gobierno en la coyuntura actual ha sido bastante importante en cuanto a evitar una desaceleración más importante en el sector.

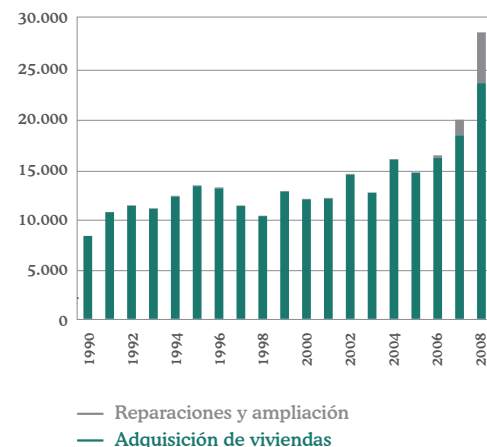
El subsidio consiste en una transferencia estatal directa que cubre una parte del valor de la primera vivienda. Para tener acceso al subsidio, generalmente las familias tienen que acreditar ahorro previo y para completar el financiamiento de la vivienda, pueden contraer un crédito por la diferencia entre el precio de la vivienda y el subsidio más el ahorro. El crédito debe contraerse con una institución financiera o bancaria autorizada, la que a su vez puede celebrar un convenio con el Ministerio de Vivienda y Urbanismo (MINVU) que le permite acceder a condiciones financieras más ventajosas.

Existen distintos tipos de subsidios, con procesos y requerimientos diversos, sin embargo la estructura básicamente consiste en que una familia o grupos de familias, que han logrado ahorrar el monto mínimo exigido, postulan para ser beneficiarios. Si cumplen los requerimientos específicos de cada programa, se les asigna un puntaje en base a criterios observables como: el tamaño del grupo familiar, el monto y los saldos medios de ahorro, puntaje en la ficha de caracterización socioeconómica (CAS), entre otros. Este puntaje determinará el orden de prelación entre los postulantes al subsidio. Las familias seleccionadas reciben un certificado de subsidio que pueden usar hasta 21 meses después de la fecha de emisión. Esto último explica la falta de coincidencia entre los subsidios otorgados por la autoridad en determinado período y los subsidios efectivamente pagados en ese mismo período. Por ejemplo, del total de subsidios DS° 40 otorgados en 2008, ese mismo año sólo se pagó el 12,7% y de enero a junio de 2009 se ha pagado un 40% adicional.

El ahorro mínimo exigido y las características de las viviendas pueden variar considerablemente. Por ejemplo, el subsidio del Fondo Solidario de Vivienda I, preferentemente para familias del 1er quintil de vulnerabilidad, requiere un ahorro mínimo de 10 UF⁴ y financia viviendas cuyo valor no supere las 650 UF⁵. Mientras que el subsidio DS°40 título I, para familias de sectores medios, exige un ahorro mínimo de 50 UF y financia viviendas de hasta 1.000 UF⁶.

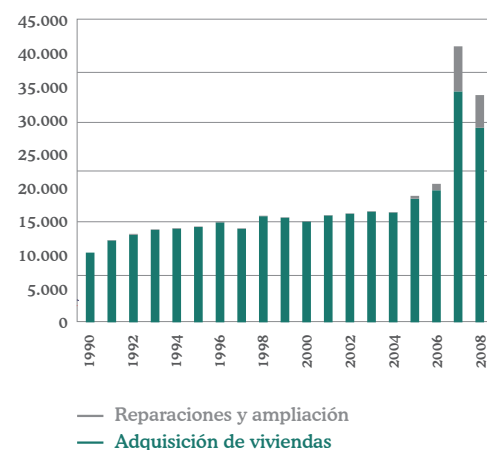
Además del subsidio directo, en algunos casos existen subsidios adicionales que reducen el costo del crédito. La cobertura de estos subsidios se incrementa si la institución financiera involucrada suscribe un convenio con el MINVU.

Subsidios Pagados (en miles de UF)



Fuente: Minvu

Subsidios Otorgados (en miles de UF)



Fuente: Minvu

³ También existen subsidios para recuperar, ampliar o reparar viviendas.

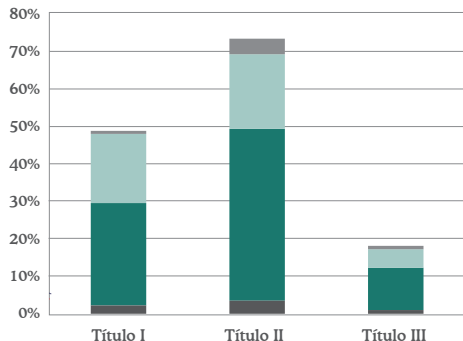
⁴ La Unidad de Fomento es una unidad de cuenta indexada a la inflación del mes inmediatamente precedente al período en el cual es calculada. Fue creada en 1967 (1 UF = 100) y en la actualidad (15 de septiembre) alcanza a \$20.876,25. Antes del 9 de cada mes, el Banco Central de Chile publica el valor diario de la UF para el período que cubre el día 10 del mes en curso hasta el 9 del mes siguiente, de acuerdo a la tasa promedio geométrica de la variación del IPC del mes anterior.

⁵ El monto del subsidio depende de la comuna en la que se emplaza la vivienda, en la mayoría de las comunas el monto para construir viviendas es de 330 UF y para comprar viviendas construidas es de 280 UF.

⁶ El monto del subsidio depende del precio de la vivienda (P) y de la comuna en la que se emplaza, en la mayoría de las comunas el subsidio es el resultado de: subsidio = $275 \cdot P \cdot 0,175$.

Subsidios DS° 40 según Tiempo que Transcurre entre el Otorgamiento y el Pago

(años 2004 - 2008)



— Tres años después
 — Dos años después
 — Un año después
 — Mismo año

Fuente: Elaboración propia en base a datos del Minvu.

Avance en los Programas Públicos para la Vivienda

(al 31 de julio de 2009)

Subsidio	Monto comprometido 2009 en UF	Avance en Monto	N° de subsidio comprometidos	Avance en N° sub.
Subsidios para adquisición de vivienda	48.076.866	82%	124.772	82%
Fondo solidario de vivienda I y II	26.657.301	71%	57.778	66%
Subsidio rural	1.930.548	49%	5.063	46%
Subsidio DS 40	4.102.057	98%	22.321	100%
Leasing habitacional	302.000	74%	2.000	68%
Subsidio extraordinario DS 4	15.084.960	100%	37.610	100%
Subsidios para la ampliación y rehabilitación de viviendas	5.985.962	54%	76.240	56%
Protección del patrimonio familiar	4.985.962	60%	66.240	61%
Subsidios térmicos	1.000.000	23%	10.000	21%
Total	54.062.828	74%	201.030	69%

Fuente: Minvu

La política habitacional como instrumento de reactivación

En respuesta a la crisis financiera el gobierno implementó una serie de medidas tendientes a incrementar la demanda por viviendas nuevas con subsidio estatal. En noviembre de 2008 se anunciaron modificaciones transitorias al subsidio DS° 40 para sectores medios:

- Aumentó el monto del subsidio a 200 UF parejo para viviendas nuevas o usadas cuyo precio no supere las 1.000 UF.
- Se amplió la cobertura a viviendas nuevas de hasta 2.000 UF. El monto del subsidio se reduce linealmente conforme aumenta el precio de las viviendas, parte en 200 UF para viviendas de hasta 1.000 UF, y termina en 100 UF para viviendas de 2.000 UF.
- Las familias tienen que contratar un seguro complementario de desempleo e incapacidad temporal que cubra por un año⁷.
- Se amplió el seguro de remate, de forma tal que ahora puede cubrir hasta el 100% de viviendas de hasta 1.000 UF y hasta el 50% de viviendas de hasta 2.000 UF.

Se exige que el financiamiento hipotecario no sea superior al 80% del valor de la vivienda. Estas medidas comenzaron a regir en diciembre de 2008 y estarán vigentes hasta el 31 de diciembre de 2010.

Luego, en enero de 2009, en el marco del plan de estímulo fiscal para enfrentar la crisis internacional, se consideró un incremento de USD 700 millones a la inversión pública, y de acuerdo al Ministro de Hacienda, Andrés Velasco, la mayor parte de ésta se destinaría a programas de viviendas. Las medidas anunciadas:

- Subsidio extraordinario DS° 4 con 25.000 cupos, exclusivo para proyectos nuevos de construcción que deberían iniciar obras antes de agosto de 2009 y estar terminados en septiembre de 2010. El programa financia viviendas de hasta 950 UF, exige un ahorro mínimo de 30 UF y el subsidio varía entre 380 y 520 UF dependiendo de la comuna en la que se localice la vivienda adquirida.

Las familias beneficiarias podrán adquirir un crédito hipotecario por un máximo de 500 UF y contarán con seguro de desempleo por 18 meses de cargo fiscal y garantía estatal de remate por el 100% de lo adeudado.

Adicionalmente, se otorgó un préstamo de enlace de 100 UF por vivienda por un plazo máximo de dos años a las empresas constructoras que vayan a ejecutar los proyectos y suscriban convenio con el MINVU.

- Se asignaron 25.000 nuevos subsidios al Programa de Protección del Patrimonio Familiar (PPPF), que permite que familias vulnerables amplíen o mejoren sus viviendas.
- Se asignaron 3.000 nuevos subsidios al Fondo Solidario para la construcción de viviendas.

Posteriormente, en el mensaje presidencial de 21 de mayo, se anunciaron 10 mil nuevos subsidios para el programa extraordinario DS° 4, 15 mil nuevos subsidios PPPF y se incrementaron en 20% los recursos asignados al Fondo Solidario de Vivienda I.

Además, se creó un seguro de desempleo de cargo estatal con vigencia de un año para deudores hipotecarios con créditos vigentes que hayan

⁷ Hasta esa fecha el seguro cubría sólo cuatro meses.

adquirido su vivienda con subsidio habitacional estatal. El subsidio cubre hasta cuatro dividendos en caso de pérdida del empleo o incapacidad laboral por más de dos meses. Para poder acceder al seguro, el beneficiario no puede estar retrasado en el pago de sus dividendos.

La Ley de presupuestos para 2009 contemplaba 140 mil subsidios y un gasto de más de \$484.000 mil millones de pesos (alrededor de US\$ 900 millones). Tras los anuncios, el número de subsidios se incrementó en 44% y el gasto público destinado a política habitacional creció 134% a 54 mil millones de UF. El subsidio extraordinario DS° 4 establece que sólo se podrá aplicar a nuevos proyectos que tendrán que construirse entre 2009 y 2010. Como se otorgaron 37.610 subsidios que financian viviendas de 38 m2 como mínimo, sólo este subsidio garantizaría la construcción de al menos 1,5 millones de m2 antes de septiembre de 2010, lo que equivale al 17% de los m2 de vivienda totales (con y sin subsidios habitacionales) contruidos durante 2008.

El MINVU ha señalado que como medida adicional se está haciendo un esfuerzo por acelerar la ejecución de los programas y por priorizar aquellos que contemplan la adquisición de viviendas nuevas, por sobre los subsidios que permiten adquirir viviendas usadas.

Los subsidios extraordinarios para la construcción de nuevas viviendas durante 2009 y 2010, contemplados en el Plan de Estímulo Fiscal, incrementarían el empleo en la construcción en cerca de 70.000 puestos de trabajo durante estos 24 meses, lo que equivale a cerca del 1% de la fuerza de trabajo nacional. El subsidio de reparación y ampliación de viviendas también contribuye a la creación de empleo, por lo que es posible afirmar que el impacto en tasa de desempleo del conjunto de las políticas habitacionales extraordinarias sería una caída superior a 100 puntos básicos.

Pero la política habitacional se enfoca principalmente -y correctamente pensamos- en los segmentos de viviendas de costos bajos y medios, destinadas a familias de menores recursos. No obstante, una recuperación sostenida requiere de una consolidación de las condiciones generales del mercado inmobiliario. A continuación se analiza algunos aspectos del mercado de créditos hipotecarios.

Recuadro 2: Modificación Exención Tributaria a la Construcción

En marzo del año 2008 se dictó la Ley 20.259 que modificó la franquicia tributaria en favor de la construcción de viviendas, que establecía un crédito especial de 65% sobre el IVA. De acuerdo a esta franquicia, las empresas constructoras sólo debían cancelar un IVA de 6,65%, en lugar del 19% general.

La nueva normativa estableció un ajuste al crédito especial en función del precio de la vivienda, quedando definido que sólo podrán acceder a la franquicia las viviendas cuyo valor no exceda las UF 4.500 y se fijó en UF 225 el monto máximo del beneficio por vivienda. Ello significa que la franquicia se mantiene inalterada para viviendas de hasta UF 1.822 y comienza a descender conforme aumenta el precio de la vivienda, extinguiéndose cuando ésta supera las UF 4.500.

Se estipuló que esta nueva normativa no se aplicaría a las construcciones que hubiesen obtenido sus permisos de edificación antes del 1° de julio de 2009 y que inicien obras antes del 31 de diciembre de este mismo año.

El objetivo de este cambio de normativa sería incrementar la focalización de las políticas públicas del sector vivienda, sin embargo, el mecanismo utilizado no parece el más adecuado. Las exenciones impositivas, especialmente las segmentadas suelen ser fuente de ineficiencias y acarrear elevados costos de fiscalización. Parece más acertado incrementar la focalización mediante la completa

eliminación de la franquicia y usar la mayor recaudación fiscal en incrementar los subsidios habitacionales.

El Cambio a la Normativa y la Crisis

Se estima que el cambio afectará el precio de venta de las viviendas cuyo beneficio tributario haya sido alterado o eliminado. El efecto en los precios debiese ser sustancial, puesto que se estima que cerca del 60% del valor de una nueva vivienda corresponde a los costos de construcción. Las viviendas que superen las UF 4.500 podrían aumentar sus precios en torno a 7% producto de la eliminación del beneficio tributario, con su consecuente efecto sobre la demanda por viviendas.

Afortunadamente, la ley contempló un extenso período para entrar en vigencia, de manera tal que durante los períodos de mayores tensiones y deterioro de las expectativas, la medida no había entrado en vigencia. Adicionalmente, la inminente implementación de la normativa que habría de elevar el precio de las viviendas, pudo haber contribuido a acelerar las decisiones de inversión de empresas inmobiliarias, constructoras y de las familias favoreciendo la puesta en marcha de algunos proyectos. Precisamente ello constituye una luz de alerta respecto del comportamiento del sector a partir del próximo año, ya que las cifras actuales del sector pudiesen esconder la motivación de aprovechar este cambio regulatorio en lugar de responder a una verdadera reactivación o mejores perspectivas del sector.

Beneficio Tributario Antes y Después de la Modificación Legal

Precio construcción	IVA sin franquicia	Franquicia completa (65%)	Tope	Nueva franquicia
600	114	74	225	74
1.000	190	124	225	124
1.822	346	225	225	225
2.000	380	247	225	225
3.000	570	371	225	225
4.500	855	556	225	225
4.501	855	556	225	225
5.000	950	618	225	0

Fuente: BBVA

3. Financiamiento Hipotecario

Los créditos hipotecarios a la vivienda se pueden estructurar como mutuos hipotecarios (endosables o no) o como letras hipotecarias. Estas últimas fueron el instrumento fundamental desde 1977 hasta el año 2004, cuando adquieren un rol protagónico los créditos bancarios.

Desde el cuarto trimestre de 2008, la oferta de créditos se habría contraído, por mayores restricciones en las condiciones de otorgamiento de créditos por parte de los bancos, de acuerdo a la Encuesta Trimestral sobre Crédito Bancario del Banco Central de Chile. Los estándares de aprobación de créditos hipotecarios han evolucionado de ser percibidos como más restrictivos en algún grado por 21,1% de los encuestados en marzo de 2008 a 61,2% en septiembre de ese año, para bajar a 5,6% en junio de 2009. Las condiciones de financiamiento también habrían experimentado importantes cambios en los últimos meses. De acuerdo a la misma encuesta, las empresas inmobiliarias valorarían como más restrictivas las condiciones de crédito en un 36,8% en marzo de 2008, saltando a 76,5% en septiembre de ese año, para caer a 11,1% en junio de 2009. En el caso de las empresas constructoras, los porcentajes en estos mismos periodos de referencia fueron 21,1%, 76,5% y 16,7%, respectivamente, con una clara mejora en la percepción en el último registro de esta encuesta.

Pero no solo fue un tema de oferta. Durante la crisis, los créditos hipotecarios se vieron impactados negativamente también por una menor demanda. En términos reales, la caída fue incluso más aguda que la observada durante la crisis asiática y la recuperación, a la fecha, ha sido también más lenta. De todas maneras, se puede decir que la recuperación ya está en marcha, ya que se observa un cambio de tendencia en los flujos desde febrero de 2009, a partir de cuando los flujos han comenzado a mostrar variaciones positivas, aunque estabilizándose en un nivel inferior en la actual coyuntura.

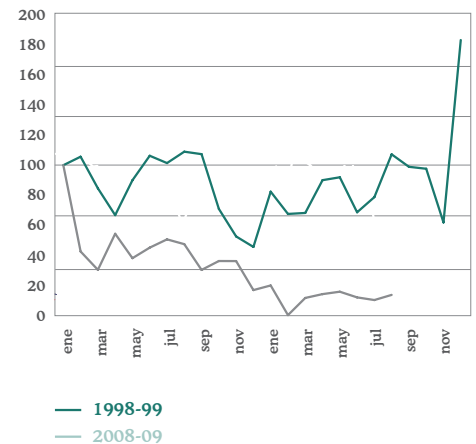
Para comparar la evolución de los flujos durante la actual crisis y la vivida durante los años 1998 y 1999, éstos se normalizan a base 100 en enero 1998 y enero 2008, respectivamente. Así, podemos ver que la recuperación ha seguido una tendencia similar a pesar de que en términos de niveles el índice de flujos de créditos actual se encuentra por debajo del índice con base enero 1998.

Como una forma de hacer frente a la crisis, durante el primer semestre del año 2009, los bancos realizaron ofertas (por un plazo de tres días, por ejemplo) coordinadas con las empresas inmobiliarias, en las cuales se pactaron tasas más favorables. Las campañas fueron exitosas y en términos de stocks, la participación de los créditos para la vivienda dentro del total de colocaciones aumentó y ayuda a explicar también la recuperación de los flujos antes comentada.

Las tasas de los créditos hipotecarios en UF a más de 3 años aumentaron desde 4,82% en agosto 2008 hasta 5,92% en enero 2009. A partir de entonces, las tasas han bajado bastante rápido incluso alcanzando niveles inferiores a los observados durante 2008, para luego estabilizarse en los últimos meses en torno a 4,6%. En este sentido, consideramos que el traspaso de la política monetaria ha sido efectivo en el contexto de una crisis financiera internacional severa que ha tenido como principal impacto en el mercado doméstico un aumento del riesgo de crédito.

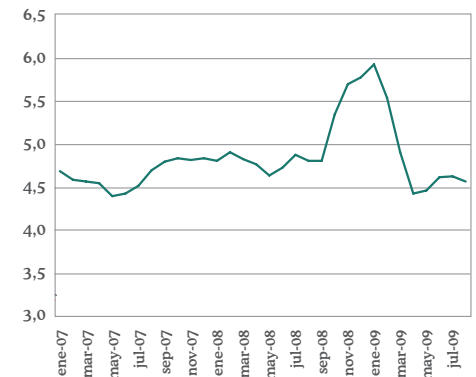
La morosidad del segmento hipotecario se ha mantenido en niveles moderados a pesar de que aumentó desde 0,95% en agosto 2008 a

Flujos de Créditos Hipotecarios UF



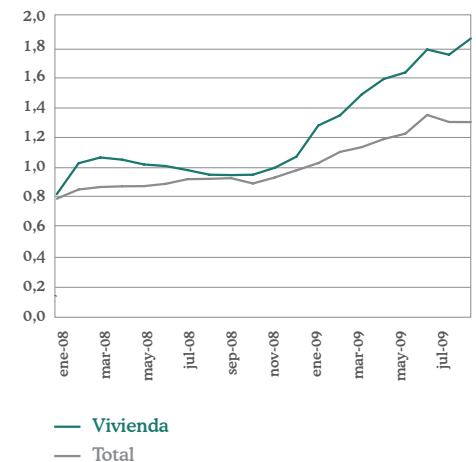
Fuente: SBIF y BBVA

Tasa Créditos Hipotecarios (%)



Fuente: Minvu y BBVA.

Colocaciones Vencidas Total y Vivienda



Fuente: SBIF y BBVA

1,85% en igual mes de 2009. Este nivel es mayor que el de julio (1,74%) y superior a la tasa de mora considerando el total de colocaciones que alcanzó 1,30% en agosto y que se estabilizó con respecto a julio.

Nueva normativa pretende estimular la oferta de financiamiento

Actualmente, los mutuos hipotecarios no endosables representan un 52% del PIB, mientras que los endosables un 10% y las letras hipotecarias se encuentran en torno a 12%. La situación era muy distinta a fines de 2003, cuando los mutuos endosables y no endosables tenían la misma participación (10%) mientras que las letras alcanzaban un nivel cercano al 30% del PIB.

Con el fin de aumentar las alternativas de financiamiento y hacer más competitivas las letras hipotecarias, el Banco Central modificó la normativa que rige las mismas. Si bien la medida apunta en la dirección correcta (ver recuadro), existen limitaciones más fundamentales que evitarán que las letras tengan el deseado retorno. En nuestra opinión, los efectos serán acotados en el corto plazo ya que si bien podría mejorar la liquidez de las letras, esto dependerá fundamentalmente de la demanda. En cuanto al efecto sobre las tasas, no es claro que esto se traduzca en una mejora sustancial, toda vez que éstas dependen de la tasa base, del spread bancario, y al final del día, del perfil de riesgos del deudor.

Adicionalmente, el proyecto de ley ingresado al Congreso de reformas al Mercado de Capitales, llamado MK-III, propone una serie de medidas, algunas con mayor impacto esperado que otras, con el objetivo de dar mayor profundidad al mercado de bonos hipotecarios y aumentar la competencia en el otorgamiento de crédito. Esta medida fomentaría el levantamiento de recursos por parte de los bancos, y por ende podría apoyar el mercado de mutuos bancarios más que el de letras hipotecarias.

En resumen, las bases financieras y micro financieras estarían sentadas para la recuperación. Lo que analizamos a continuación es en qué medida las condiciones macroeconómicas prevalecientes apoyarán la recuperación del sector inmobiliario.

Recuadro 3: Letras Versus Mutuos Hipotecarios

Las letras hipotecarias son “documentos emitidos por los bancos y sociedades financieras con el motivo de financiar la adquisición o construcción de viviendas u otras actividades productivas.” Se reajustan según la unidad de fomento (UF), exigen una inversión mínima de UF 10 y financian como máximo el 75% del valor de la vivienda (menor valor entre la tasación del banco y precio de la compra venta). Estos instrumentos pueden ser prepagados a la tasa de emisión por el banco emisor, excepto en los meses de sorteo (marzo, junio, septiembre y diciembre). Pagan cupones iguales trimestrales y se emiten a plazos de hasta 20 años. Según informa la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras (SBIF), éstas pueden ser transadas por el banco en la Bolsa de Valores o ser adquiridas por el propio banco o un tercero relacionado. El precio que se obtiene por la venta de estas letras varía de acuerdo a las condiciones del mercado, por lo que puede generarse una diferencia con el valor par, que usualmente es de cargo del deudor. El 25% restante habitualmente es financiado por el mismo banco con un crédito de consumo complementario.

Los mutuos hipotecarios, como su nombre lo indica, son préstamos que se financian con recursos propios del banco. Los mutuos endosables son más restrictivos que aquellos no endosables. Si bien ambos pueden denominarse en pesos o UF, el mutuo endosable permite financiar hasta un máximo de 80% del valor de la vivienda.

Además, las condiciones del crédito no pueden ser alteradas ya que es la escritura del contrato la que se transa en el mercado a través de un endoso, y que permite al titular del contrato de pago entregarlo a terceros para su financiamiento. El solicitante del crédito recibe el monto aprobado y no se genera una diferencia como puede ocurrir en los créditos otorgados con letras hipotecarias. Sin perjuicio de que éste sea endosado, la administración del crédito queda radicada en el banco, por lo que el canal de comunicación del deudor para todos los efectos sigue siendo éste.

Finalmente, el mutuo hipotecario no endosable permite financiar el 100% del valor de la vivienda y en condiciones mucho más flexibles, y modificables a lo largo de la vigencia del contrato. De hecho, su flexibilidad ha jugado un rol fundamental en la importancia que tiene este instrumento como forma de financiamiento para la vivienda.

Cómo las letras perdieron protagonismo frente a los mutuos

Las letras hipotecarias se iniciaron en 1977 y fueron casi el único instrumento para el financiamiento de compra

de vivienda hasta mediados de la presente década. Tenían un importante mercado secundario entre los inversionistas institucionales, lo cual es relevante ya que las diferencias entre el valor de mercado y el valor par significan un costo o ganancia para el deudor. Así, un mercado líquido y una alta demanda resultan en un precio de mercado sobre par.

Hacia el año 2004, las tasas se encontraban en niveles históricamente bajos (TPM alcanzó mínimo de 1,75%). La cotización de las letras hipotecarias era baja, y por lo tanto las hacían poco atractivas ya que se estaban negociando bajo par.

En el año 2005, BBVA introdujo préstamos hipotecarios bancarios sin letras reajustables. Estas serían las primeras hipotecas a 30 años en pesos, con una variedad de condiciones, desde tasas variables, mix de tasas fijas y variables, y lo que se ha llamado tasa “fija-fija”, que significa que en el corto plazo (por ejemplo los tres primeros años del crédito) la tasa se fija por bajo lo que sería la fija para el plazo completo, y luego en los años restantes (por ejemplo, 17 si es que el crédito es a 20 años) se fija por sobre.

Luego de las innovaciones desarrolladas por BBVA, el mercado hipotecario con créditos bancarios directos (mutuos hipotecarios) en Chile reemplazó a las letras hipotecarias. La principal razón es que los mutuos dan una mayor flexibilidad, en cuanto a tasas, monedas, plazos y monto de endeudamiento que los hace más atractivos para los clientes y a los bancos les da más argumentos de venta, es decir agregan un mayor valor. A diferencia del negocio de las letras, donde los bancos ganaban una comisión fija por esta operación, en el caso de los mutuos, ellos ganan a partir de los márgenes entre las tasas de colocación de préstamos y el costo de fondos, lo que hace este negocio más atractivo para el sistema bancario.

Impacto de la modernización de la normativa del Banco Central en relación a las letras hipotecarias

En primer lugar, la nueva normativa del Banco Central permitirá a los bancos con la más alta evaluación de solvencia, financiar hasta el 100% a través de letras, equiparando una de las condiciones frente a las cuales éstas eran menos atractivas que los mutuos. El impacto más directo es que el costo total para el deudor podría caer al disminuir los gastos administrativos, aunque es algo difícil su cuantificación. Cabe destacar que el financiamiento de 100% a través de letras se otorgará solo a aquellos clientes con la más alta calidad crediticia,

con lo cual las mejoras en las alternativas para financiar vivienda se concentrarán en el segmento de clientes de ingresos más altos, menor morosidad, o mejores perspectivas de ingreso futuro.

Luego, en cuanto a las condiciones de tasa, la nueva normativa permitiría pactar más de una tasa fija, lo que sería comparable a los mutuos a tasa "fija-fija", pero no da la posibilidad de pactar tasa variable. También considera adecuaciones que permitirán a los bancos ofrecer mayor flexibilidad en el pago de dividendos y desde el punto de vista del cliente, facilitar la elección entre instrumentos al hacer más comparables las simulaciones de estos dividendos. De todas maneras, el valor cuota en ambos casos (mutuos y letras) es el mismo con lo cual no hay ventaja entre uno y otro

instrumento en este aspecto. Los mutuos seguirán teniendo la ventaja de pactarse a plazos superiores a las letras, cuyo máximo es 20 años.

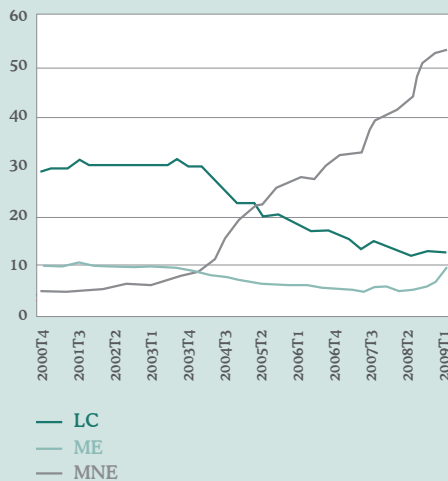
Desde el punto de vista de los requerimientos de capital, los mutuos y letras hipotecarias son iguales, ya que los bancos son en la práctica co-deudores solidarios. La nueva normativa no tendría implicancias tampoco en cuanto a provisiones.

La relación deuda garantía en el caso de las letras hipotecarias es menor que en los mutuos hipotecarios debido a que se financia como máximo el 75%. Así, el riesgo del instrumento es menor, y por ende el retorno exigido por un institucional, por ejemplo AFP, también es menor. Las nuevas letras ya no tendrían esta "ventaja" ya que financiarían el 100%.

Las letras permiten a los bancos levantar recursos e intermediarlos hacia el deudor, mientras que el mutuo necesariamente hace uso de recursos propios del banco. Actualmente, el financiamiento de los mutuos no es un problema, en gran parte gracias a que los depósitos bancarios de las AFPs constituyen una importante fuente de recursos. Sin embargo, el contar con un mercado secundario líquido para las letras hipotecarias permitiría a los bancos mantener abierta la opción de levantar recursos por esta vía para financiar créditos. Al respecto, destaca también la propuesta contenida en el proyecto MKIII (Ministerio de Hacienda) en el cual se propone que los bancos puedan emitir bonos con el fin de levantar recursos para financiar vivienda. Esta propuesta no deja de ser interesante, ya que permite levantar recursos emitiendo un instrumento de mayor denominación (no es necesario que el monto del bono sea equivalente al monto de la deuda, como en el caso de las letras). El mercado de bonos es mucho más líquido que el de las letras hipotecarias.

Crédito para la Vivienda según Instrumentos

(% PIB)



Fuente: SBIF y BBVA

4. Perspectivas del Mercado Inmobiliario

Luego de la corrección por la que pasó el sector inmobiliario entre el segundo semestre de 2008 y primero de 2009, las perspectivas del sector vuelven a ser auspiciosas. Esto tanto si consideramos los factores de demanda y los de oferta o si nos enfocamos en corto plazo o en el mediano a largo plazo.

Para lo que resta del año 2009 se espera que los factores de demanda aporten a la recuperación del sector. El escenario macroeconómico que proyectamos supone una consolidación en el cuarto trimestre del año de la recuperación de la actividad económica que se ha iniciado en el tercer trimestre. Para 2010 esperamos un crecimiento de al menos 3,5% y 6,5% para el PIB y demanda interna, respectivamente, con una expansión de la inversión en torno a 8%. Más aun, nuestra proyección tiene un sesgo al alza, ya que por ejemplo la desacumulación de inventarios ha sido inusitadamente intensa en los últimos tres trimestres y una reversión de esta tendencia hacia niveles históricos puede conducir a un crecimiento más cercano al crecimiento tendencial.⁸

A las perspectivas de crecimiento económico se suma la significativa reducción del costo de la mano de obra y de los materiales, que en la práctica implican que un mismo proyecto, pospuesto hace un año atrás, puede hoy llevarse a cabo en condiciones que son entre un 8 y 12% más baratas. En algunos casos puntuales el ahorro de costos puede incluso alcanzar el 20%. Otro factor determinante de la oferta inmobiliaria, es el empleo. Si bien en el sector construcción el empleo acentuó su caída en el trimestre junio-agosto 2009, éste debiera tender a estabilizarse.

De hecho, el empleo total seguirá cayendo en el corto plazo a tasas cada vez menores. En particular, el empleo asalariado caería a un ritmo en torno a 3% hasta fin de año, para luego en 2010 comenzar la senda de recuperación.

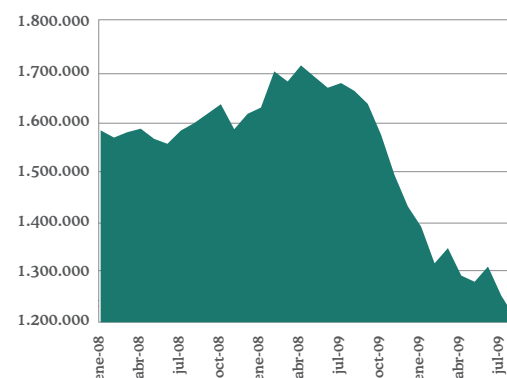
Las perspectivas en el mercado laboral son en general favorables toda vez que lo peor parece estar quedando atrás. El desempleo se mantuvo en 10,8% en el trimestre junio-agosto 2009 y comenzará a descender gradualmente. Esto, sumado al aumento de las remuneraciones reales percibidas por los trabajadores, son factores que apoyarían una recuperación de la demanda inmobiliaria.

En cuanto a las condiciones financieras, la tasa oficial de interés (TPM) se encuentra en un mínimo histórico y aun cuando existe un debate en cuanto al traspaso a tasas de mercado, es innegable que las condiciones de financiamiento son más favorables que hace seis meses (y en muchos casos, que hace un año atrás) y permiten estimar que tanto la oferta (Inmobiliarias) como la demanda (consumidores) comenzarán a solicitar recursos en forma creciente ya que está incorporado en el mercado que de ahora en adelante las tasas solo pueden subir. De hecho, la autoridad monetaria planteó que la TPM comenzaría el proceso de alza en el segundo trimestre de 2010. Este análisis coincide con nuestra previsión actual.

En la actual coyuntura, los permisos de edificación han sufrido una importante merma, y las alzas parciales que se han observado han tenido que ver con eventos puntuales, como fue, por ejemplo, el plazo para presentar solicitudes a subsidios estatales que llevó a un peak de autorizaciones en el mes de junio (20,9% fue la variación con respecto a igual mes en 2008), y a un nivel inusualmente bajo en julio y agosto.

De esta forma, no resulta un indicador particularmente útil para proyectar tendencias hacia fin de año.

Permisos de Edificación
(promedio móvil 12 meses)



Fuente: INE y BBVA

⁸ De hecho en su Informe de Política Monetaria de septiembre el Banco Central proyectó una tasa de crecimiento del PIB entre 4,5% y 5,5% para 2010, por arriba de la última estimación de crecimiento tendencial del Ministerio de Hacienda, 4,2%.

Los principales riesgos que podrían afectar en menor o mayor medida la recuperación del sector hacia 2010 tienen que ver, primero, con una nueva crisis de confianza que se origine en los mercados internacionales producto de, por ejemplo, una recaída de la economía de Estados Unidos. Esto pondría en riesgo las perspectivas de crecimiento en Chile al afectar, nuevamente, el crecimiento de la inversión y por ende la demanda interna. Le asignamos una baja probabilidad a este evento.

En segundo lugar, está el riesgo de un débil asentamiento de la recuperación local, es decir, una recuperación "ficticia" fundada en apoyo estatal, pero que no es capaz de autosostenerse. De momento no es posible distinguir totalmente hasta qué punto la recuperación tiene que ver con un cambio de tendencia real.

Con todo, las perspectivas de corto plazo para el sector inmobiliario son positivas, más aun considerando que los subsidios de Gobierno estarán vigentes hasta el 31 de diciembre de 2010. Para el mediano plazo (2011-2015) existen otro tipo de elementos a tomar en cuenta, como factores demográficos y evolución de la distribución del ingreso, por ejemplo (ver recuadro) que nos permiten prever una evolución favorable. Sin embargo, es prematuro hablar de una recuperación autovalente ya que es muy temprano para evaluar en qué medida el sector puede seguir adelante sin apoyo adicional del gobierno, pero no existen a priori razones fundamentales que eviten ser optimistas.

Recuadro 4: Potencial del Mercado Inmobiliario a Mediano Plazo, por Segmentos de Ingreso

Para una estimación del potencial del sector inmobiliario en el mediano plazo es importante considerar que este mercado está segmentado a partir del valor de la vivienda, lo cual se correlaciona con el ingreso de las familias. Así, el siguiente ejercicio estima el porcentaje de personas cuyo ingreso supera ciertos niveles de ingreso hacia el año 2010 y 2015. La estimación arroja indicaciones acerca del crecimiento relativo de los distintos grupos.⁹

El segmento con mayor potencial de crecimiento en el mediano plazo (hacia 2010) es el de ingresos superiores a \$450 mil al mes (medido a precios de 2005) ya que que el número de personas que supera este umbral de ingresos crece un 23% entre 2005 y 2010. En cambio,

entre los años 2010 y 2015, es el segmento de ingresos entre \$300 y 400 mil pesos al mes el que más crece (33%). Por otro lado, el segmento de ingresos más bajo (menor a \$150 mil al mes) se contrae 6% entre 2005 y 2010, y 14% entre 2010 y 2015.

Las tendencias observadas toman como supuesto que la distribución del ingreso no cambia en el periodo de proyección. Por lo tanto, si en lugar de suponer constancia en la distribución del ingreso esta mejorara, lo cual es coherente con una sociedad en pleno desarrollo, el crecimiento de los segmentos de ingresos más altos sería aun mayor, así como también la contracción de los más bajos. Esto último daría sustento a políticas de subsidios de alcance más amplio.

Crecimiento del Pib Real

	Promedio en el quinquenio
2000 - 2005	4,4%
2005 - 2010	2,9%
2010 - 2015	4,5%

Fuente: BBVA

Crecimiento de la Población por Segmentos (categoría definida de acuerdo a miles de pesos de 2005/mes)

	2005-2010	2010-2015
< 150	-6%	-14%
150 - 300	5%	-1%
300 - 450	16%	33%
> 450	23%	30%

Fuente: BBVA

⁹ Es importante tener en cuenta que son estimaciones aproximadas del tamaño de la población total del país por segmentos de ingreso, y que estos ingresos se miden per cápita. El ejercicio se basa en una estimación de crecimiento promedio del PIB real hacia 2015, la que se combina con las proyecciones de población de Naciones Unidas. A partir de esto se estima el crecimiento del pib per cápita. Por último, se asume que la distribución del ingreso se mantiene constante hasta el año 2015.

Interesados dirigirse a:

Pedro de Valdivia 100, piso 14, Santiago

T: 6338700

F: 6792600

<http://serviciodeestudios.bbva.com>

Servicio de Estudios Económicos:

Director:
José Luis Escrivá

Economistas Jefe:

España y Europa: Rafael Doménech - r.domenech@grupobbva.com
España: Miguel Cardoso - miguel.cardoso@grupobbva.com
Europa: Miguel Jiménez - mjimenezg@grupobbva.com

EE.UU. y México: Jorge Sicilia - j.sicilia@bbva.bancomer.com
EE.UU.: Nathaniel Karp - nathaniel.karp@compassbank.com
México: Adolfo Albo - a.albo@bbva.bancomer.com
Análisis Macroeconómico México: Julián Cubero - juan.cubero@bbva.bancomer.com

Escenarios Financieros Económicos: Mayte Ledo - teresa.ledo@grupobbva.com
Análisis Sectorial: Ana Rubio - arubio@grupobbva.com
Escenarios Financieros: Daniel Navia - daniel.navia@grupobbva.com
Análisis Cuantitativo: Giovanni Di Placido - giovanni.diplacido@grupobbva.com
Tendencias Globales: David Tuesta - david.tuesta@grupobbva.com

Economía Emergentes: Alicia García-Herrero - alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk
Análisis Transversal: Sonsoles Castillo - s.castillo@grupobbva.com
América del Sur: Joaquín Vial - jvial@bbvaprovida.cl
Argentina y Uruguay: Gloria Sorensen - gsorensen@bancofrances.com.ar
Chile: Alberto Puente - apuente@bbva.cl
Colombia: Juana Téllez - juana.tellez@bbva.com.co
Perú: Hugo Perea - hperea@grupobbva.com.pe
Venezuela: Oswaldo López - oswaldo_lopez@provincial.com

Asia:

China: Li-Lan Liu - lliu@bbva.com.hk
No China Asia: Ya-Lan Liu - yalan@bbva.com.hk

otras publicaciones



Este documento ha sido preparado por el Servicio de Estudios Económicos de BBVA y se entrega sólo con fines informativos. Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones que se expresan en este documento se refieren a la fecha que aparece en el mismo, por lo que pueden sufrir cambios como consecuencia de nueva información o de la fluctuación de los mercados.

Las opiniones, estimaciones, predicciones y recomendaciones contenidas en este documento se basan en información que ha sido obtenida de fuentes estimadas como fidedignas pero ninguna garantía, expresa o implícita, se concede por BBVA, sobre su exactitud, integridad o corrección.

El presente documento no constituye una oferta, invitación o incitación para la suscripción o compra de valores.

Este documento se provee sólo a contrapartidas de mercado y a inversores especializados quienes deben tomar sus propias decisiones de inversión. Cualquier opinión, estimación, predicción o recomendación aquí contenida y las inversiones a las que se refieren pueden no ser adecuadas para inversionistas por su específica posición financiera u objetivos de inversión. Los inversionistas no especializados que, no obstante lo anterior, tengan acceso al presente documento deberán obtener, respecto de inversiones concretas, asesoramiento específico y especializado. BBVA no acepta ningún tipo de responsabilidad por pérdidas, directas o indirectas, como consecuencia del uso de este informe. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada o duplicada por cualquier forma o medio, o (ii) redistribuida sin el previo consentimiento escrito de BBVA.