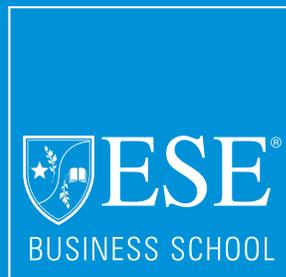


CEF ANÁLISIS

INFORME CEF MACROFINANCIERO

N° 22 / ABRIL 2019



Universidad de los Andes

CEF - Centro Estudios Financieros



ECONOMÍA INTERNACIONAL
**SE POSTERGA NORMALIZACIÓN
MONETARIA ¿Y QUÉ PASA DESPUÉS?**

ACTIVIDAD ECONÓMICA
**IPoM DE ABRIL MANTIENE UN SESGO
ALGO OPTIMISTA**

BANCA
**LA ACTIVIDAD CREDITICIA SE MANTIENE
DINÁMICA**

PENSIONES
**LA COMPETENCIA EN LA INDUSTRIA DE
AFP'S ES MAYOR DE LO QUE SE PERCIBE**

TEMA DE ANÁLISIS
**EL CRECIMIENTO DEL MERCADO DE
ARRIENDO EN CHILE**

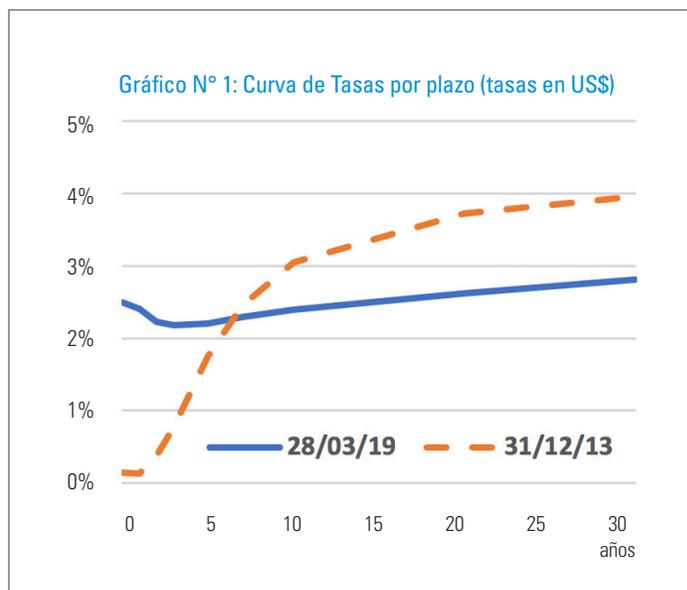


SE POSTERGA NORMALIZACIÓN MONETARIA ¿Y QUÉ PASA DESPUÉS?

La Reserva Federal de Estados Unidos, en su reunión de marzo, optó por mantener la tasa de interés de política entre el 2,25% y 2,50% y dejó entrever que la mantendrá inalterada durante lo que resta de 2019. El presidente de la Fed, Jerome Powell, justificó la medida diciendo que “es un gran momento para ser pacientes.” Se diluye entonces la amenaza de nuevos aumentos en las tasas de interés durante el año en curso, después de la restrictiva política monetaria que se aplicó en 2018, con cuatro aumentos de la tasa rectora, junto a la advertencia que durante este año habrían dos incrementos adicionales.

La realidad es que la Reserva Federal se encuentra en una compleja situación, dado que necesita elevar la tasa de interés de tal forma de generar espacio suficiente para poder bajarla cuando se desate la próxima recesión y requiera estimular la economía. Para poder hacerlo se requieren tasas de interés más elevadas que las actuales, como ocurrió en la crisis hipotecaria de 2007, pero en vista que actualmente se encuentra en un nivel aún muy reducido, se está lejos de lograr ese objetivo.

El problema es que la curva de tasas de interés en EE.UU. se ha aplanado, lo que no deja margen para poder aumentar la tasa de los “Fed funds” que es la que controla la Reserva Federal, porque en caso de hacerlo, se corre el riesgo de generar una crisis económica. En el Gráfico N°1, se observa que la curva de tasas de interés hace cinco años atrás era “normal”, es decir que las tasas de interés de corto plazo eran más bajas que las tasas de interés de largo plazo; hoy en día las tasas de interés de corto plazo son muy similares a las tasas de interés de largo plazo.

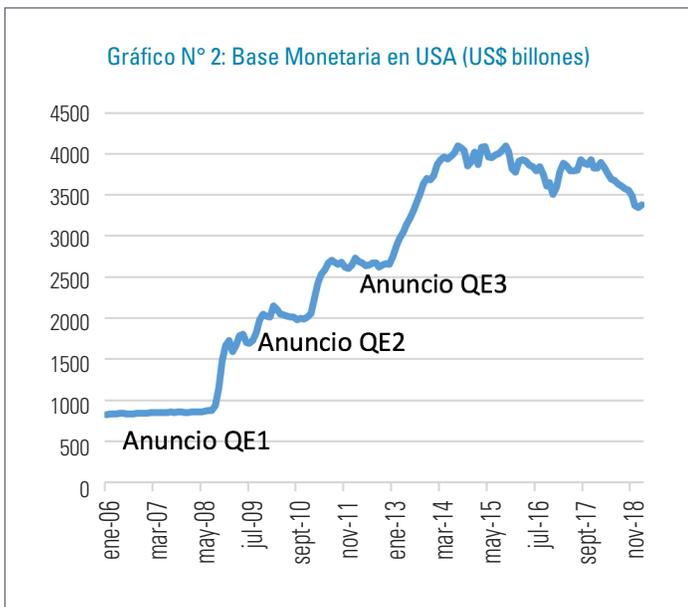


Fuente: Departamento del Tesoro de EE.UU.

Lo anterior nos lleva a poner en cuestión la política monetaria que implementó la Reserva Federal para enfrentar la crisis hipotecaria de 2007. En efecto, con el objetivo de estimular la economía ante la peor recesión desde 1929, decidió disminuir la tasa de interés al mínimo histórico de cero por ciento y la mantuvo en un rango menor o igual al 1% durante casi 100 meses, algo inédito hasta ahora. En forma adicional, en un experimento monetario sin precedentes, la Reserva Federal implementó un “relajamiento monetario” (quantitative easing) mediante el cual aumentó el tamaño de su balance de US\$ 800 billones antes de la crisis de 2007, a más de cuatro trillones en la actualidad, con el objetivo de bajar artificialmente las tasas de interés de largo plazo y de esa forma lograr un estímulo adicional sobre la actividad económica.



Gráfico N° 2: Base Monetaria en USA (US\$ billones)



Fuente: Federal Reserve Bank of St Louis.

Naturalmente, es de esperar que una intervención de esa magnitud en uno de los mercados más importantes, en el cual se define el costo del dinero de corto y largo plazo, genere fuertes distorsiones en la economía. Si bien es cierto que consciente de ello a fines de 2018 la Reserva Federal inició un programa para reducir su balance en forma gradual, con una disminución de 50 billones de dólares al mes, en su reunión de marzo pasado decidió dejar en suspenso la medida a partir de septiembre.

Los efectos del quantitative easing fueron analizados por Morgan Stanley en un artículo de enero de 2019 titulado "Déficits y deuda: El legado del relajamiento monetario". En este informe se plantea que es cierto que se consiguió el objetivo de mantener la expansión de la economía de Estados Unidos, la cual a diciembre de 2018 llevaba 113 meses consecutivos de crecimiento ininterrumpido, siendo el segundo período más prolongado desde la crisis de 1929. Además se logró una reducción del desempleo, que se encuentra en un 3,7%, el mínimo de los últimos 50 años. Estos buenos indicadores se han transmitido a los mercados de capitales: el índice S&P500 de la Bolsa de Nueva York se ha cuadruplicado desde marzo de 2009, al igual que en los mercados de deuda, donde el crecimiento anual de las valoraciones se ha multiplicado por tres respecto al promedio histórico desde la segunda guerra mundial.

No obstante, lo anterior tiene una contrapartida menos favorable. Entre los aspectos preocupantes, Morgan Stanley destaca:

- Un fuerte aumento en el endeudamiento público. La relación deuda federal neta a PIB, que actualmente es del 78%, aumentaría a 96% en 2028, que será la cifra más alta desde la segunda guerra mundial (la deuda bruta pasaría de un 106% a casi 120% del PIB).
- El endeudamiento a su vez requerirá la emisión de una mayor cantidad de bonos del Tesoro, esto pondrá presión al alza en la tasa de interés, lo que se traducirá en un incremento en el costo del financiamiento y por lo tanto en un incremento en la necesidad de emitir una mayor cantidad de deuda. Según una reciente estimación del Tesoro americano, los pagos por concepto de intereses en 2017 fueron de US\$ 263 billones, mientras que para el año en curso se estima que serán de US\$ 390 billones.
- Naturalmente, queda la interrogante de quién comprará esa mayor cantidad de bonos del Tesoro.

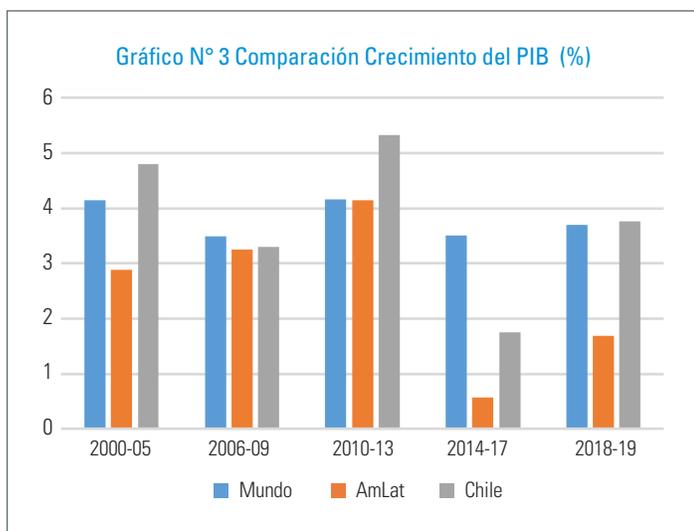
A la vista de esta realidad, surge la pregunta de si la bonanza que hemos visto en los mercados de capitales en los últimos años es real o se trata de algo artificial, producto de la sobreabundancia de liquidez que generó la Reserva Federal por del uso de políticas no ortodoxas, con el objetivo de evitar los efectos negativos de la peor recesión desde 1929. Estaríamos entonces ante la inquietante presencia de varias burbujas simultáneas, que en caso de estallar podrían tener consecuencias más destructivas que la recesión de 2007.

En definitiva, la gran pregunta que queda pendiente de respuesta es si al final de cuentas, por haber impedido el ajuste de los mercados de capitales a través de una intervención monetaria tan significativa, pueda terminar siendo peor el remedio que la enfermedad.

IPoM DE ABRIL MANTIENE UN SESGO ALGO OPTIMISTA

Luego de conocido el IPoM anterior del mes de diciembre, mencionamos en nuestro CEF Análisis que las estimaciones del Banco Central para Chile parecían tener un sesgo optimista, que ahora se ve confirmado. En efecto, la estimación de crecimiento para el PIB del BCCH se redujo de 3,25%-4,25% en diciembre a 3%-4% en abril, rango que parece razonable, dadas las cifras de actividad de los primeros meses del año. Si además consideramos que la estimación de crecimiento mundial para este año que hace el instituto emisor se redujo de 3,5% a 3,3%, podríamos decir que nuestro país está creciendo a un ritmo similar al de la economía mundial, bastante mejor que lo observado entre 2014 y 2017, pero insuficiente desde la perspectiva de llegar a ser un país desarrollado en un plazo razonable.

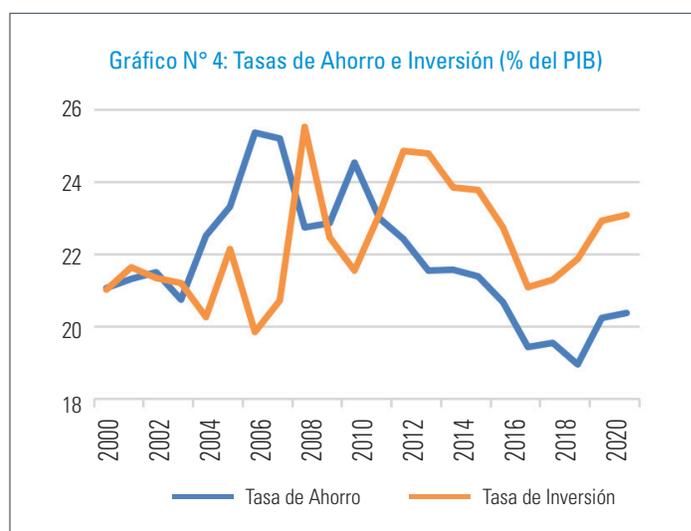
De acuerdo a las estimaciones contenidas en el IPoM, esta situación no cambia en los dos años siguientes, con estimaciones de crecimiento para 2020 y 2021 centradas en 3,5% y 3,25%, junto con proyecciones para el crecimiento mundial entre 3,2% y 3,4%.



Fuente: BCCH, IMF.

¿Es suficiente que nuestro país crezca a la tasa a la que se expande la economía mundial? ¿Deberíamos acostumbrarnos a ese resultado? Lo cierto es que no deberíamos darnos por satisfechos con esa cifra, ya que de hacerlo, se haría efectivo el temor que existía hace algunos años sobre la llamada “trampa del ingreso medio”. Es efectivo que este ritmo de crecimiento es similar a lo que se estima sería la cifra tendencial, y en ese sentido lograr resultados mejores implica mejorar las tasas de inversión y de ahorro, junto con aumentar la productividad de los factores, objetivos que requieren cambios estructurales que parecen cada vez más difíciles de implementar.

¿Qué estima el IPoM en materia de inversión? Pareciera que en este aspecto se mantiene un sesgo relativamente optimista por parte del Banco Central, ya que proyecta para este año y el próximo, tasas de crecimiento de la inversión de 6,2% y 4,3%, respectivamente. Sin embargo, si la agenda de reformas del gobierno sigue presentando las dificultades vistas hasta ahora, esa recuperación de la inversión parece poco factible, especialmente si no se logran avances en materia tributaria. Complejo es también el hecho de que aun cuando se lograra ese ritmo de expansión de la formación bruta de capital fijo, las tasas de ahorro e inversión sobre PIB seguirían estando por debajo de los promedios históricos (ver Gráfico N°4), lo que hace difícil pensar en aumentos del PIB de 4% o más.



Fuente: Estimaciones propias en base a proyecciones del IPoM.



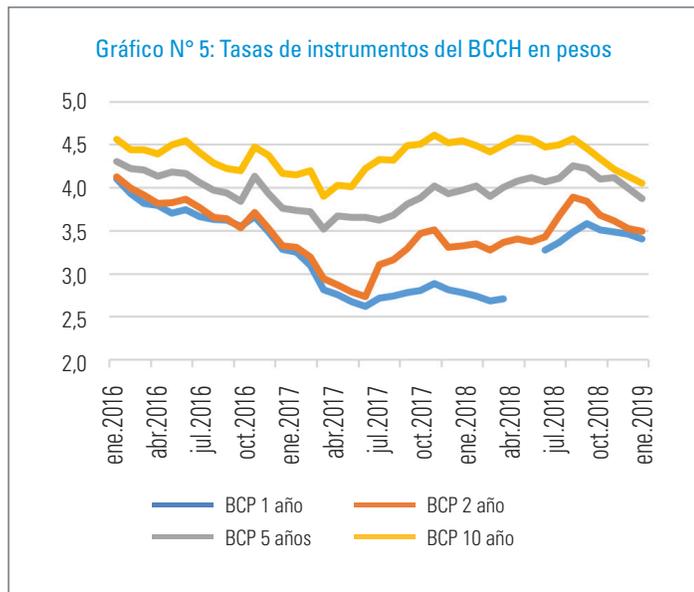
El gráfico anterior ilustra en forma bastante clara la necesidad de perfeccionar la legislación tributaria, de tal forma de hacerla más amigable con las decisiones de ahorro e inversión. Es cierto que en la etapa de desarrollo en que se encuentra el país es necesario avanzar en lo que se llama reformas de segunda generación, en incentivar la investigación y desarrollo, preocuparse del cuidado del medio ambiente, de las comunidades y otros. Sin embargo, cuando miramos los fundamentos básicos del crecimiento, como son el porcentaje del PIB que se destina a bienes de capital y el porcentaje del ingreso nacional que se destina a ahorro, vemos que ahí también hay desafíos pendientes, como resultado del fuerte deterioro a partir de 2013. Entre el año pasado y este se ha producido una recuperación en esta materia, pero que parece insuficiente.

En materia de inflación el IPoM ajusta su estimación a la baja, con una proyección para este año de 2,6% y de 3% para 2020. El hecho de que la inflación continúe durante el año cercana al límite inferior del rango meta, posterga por varios meses la necesidad de subir la tasa de política monetaria, actualmente en 3%, lo que mantiene la política monetaria en una instancia expansiva. Es interesante notar que al igual que en los países desarrollados, el nuestro lleva casi una década con tasas reales de interés muy bajas, sin que se hayan desatado presiones inflacionarias.

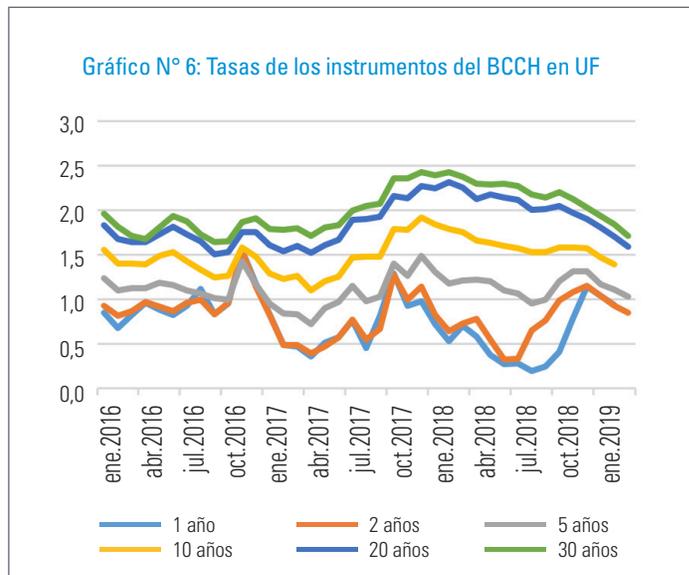


LA ACTIVIDAD CREDITICIA SE MANTIENE DINÁMICA

El mercado financiero chileno ha mostrado tendencias similares a los mercados financieros desarrollados, con una caída importante de las expectativas de inflación, y por ende, de las tasas de interés, tanto nominales como reales. La reducción de estas últimas indicaría que no sólo se han reducido las expectativas de inflación, sino también las de actividad económica. Es interesante notar que las tasas de interés reales a 20 y 30 años (BCU) vuelven a estar en los niveles mínimos históricos, cercanos a 1,5% anual, muy por debajo de los niveles considerados neutrales en el largo plazo. Los gráficos a continuación muestran el comportamiento de las tasas nominales y reales.



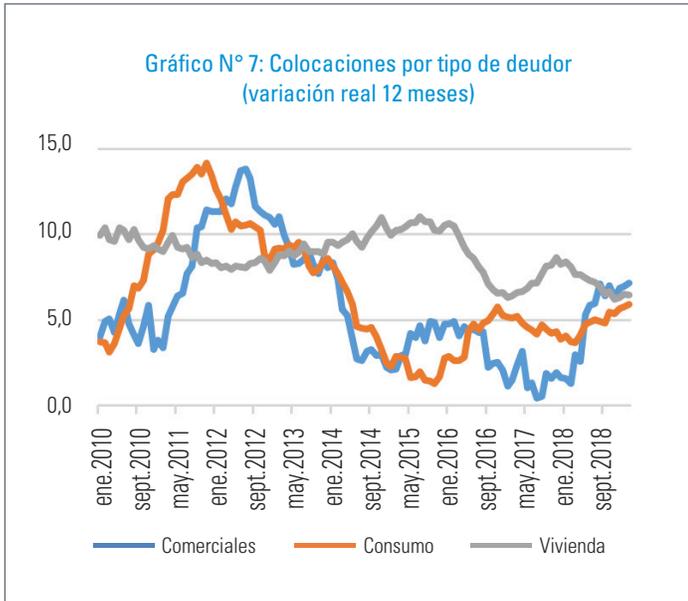
Fuente: BCCH.



Fuente: BCCH.

Con estas condiciones de tasas de interés, es de esperar que el crédito bancario se mantenga dinámico, y efectivamente así ocurre, aunque las actuales tasas de crecimiento de las colocaciones eran consistentes con tasas de interés bastante por sobre las actuales en años anteriores. Vuelve a surgir entonces la interrogante de si un dinamismo normal del mercado del crédito sólo es posible con la mantención del fuerte estímulo monetario actual.

Las colocaciones comerciales son las que muestran mayor dinamismo, con un aumento real en 12 meses de 7,2% en febrero, el ritmo más alto de los últimos cinco años. Las colocaciones de vivienda crecen un 6,4% real, ritmo más moderado que el visto en años anteriores. La reciente reducción en las tasas de largo plazo apuntaría a cifras más elevadas hacia adelante. Por último, los créditos de consumo crecen a un 5,9% real. Estos resultados son consistentes con el hecho de que la demanda agregada es liderada por la inversión, mientras que el consumo privado crece más lentamente.



Fuente: BCCH.

La encuesta del Banco Central sobre créditos bancarios del cuarto trimestre del año pasado es coincidente con los resultados anteriores. La demanda de crédito se percibe más fortalecida en los distintos segmentos de crédito, especialmente en grandes empresas, inmobiliarias y constructoras. Por otra parte, desde el punto de vista de la oferta crediticia, en general no existen cambios importantes en las condiciones de exigencia por parte de la industria bancaria.



LA COMPETENCIA EN LA INDUSTRIA DE AFP'S ES MAYOR DE LO QUE SE PERCIBE

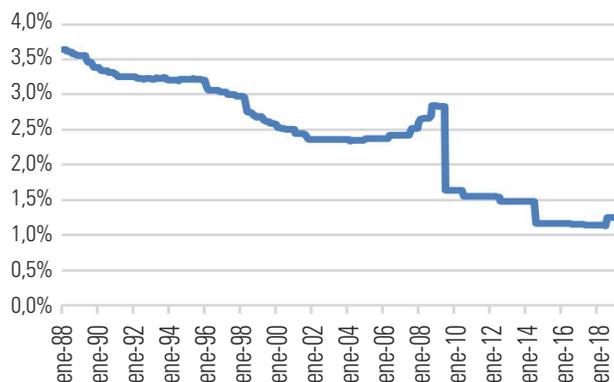
El discurso popular, y político muchas veces, suele vincular el problema de las bajas pensiones a la operación de las administradoras de los fondos de pensiones, lo que resulta equivocado cuando se analizan las verdaderas causas de la situación. Lamentablemente, esta percepción errada ha tenido impactos en la discusión de las políticas públicas previsionales, y de hecho la organización industrial de las administradoras es un aspecto bastante central del proyecto de ley de pensiones, actualmente en discusión parlamentaria. Sin embargo, si el diagnóstico no es correcto, se corre el riesgo de que las soluciones tampoco lo sean.

Es necesario partir estableciendo que para que exista una competencia efectiva uno de los requisitos fundamentales es que los demandantes tengan buena información de los productos y oferentes, y efectivamente en ese punto tenemos un problema serio; una gran mayoría de las personas entiende poco y nada del funcionamiento del sistema de pensiones, y es ahí por lo tanto donde se deberían centrar los esfuerzos. Un requisito fundamental para que tengamos mejores pensiones es una población más informada, que tome conciencia de la necesidad de ahorrar para su pensión. Ese mayor conocimiento por parte de los trabajadores contribuiría, sin duda, a un funcionamiento más competitivo de la industria.

Dicho lo anterior, es interesante analizar dos variables que apuntan a conocer que tan competitiva es esta industria. Lo primero es analizar el comportamiento de las comisiones cobradas por administración de fondos, y luego mirar los movimientos de afiliados entre las distintas AFP's.

Respecto a las comisiones, la reforma previsional de 2008 estableció el mecanismo de licitación de nuevos afiliados, que se ha traducido en una caída importante de las comisiones, y que, por ende, ha sido efectivo en lograr el objetivo buscado. El gráfico a continuación muestra el promedio simple de las comisiones cobradas por las administradoras, el que ha caído de 2,6% a inicios de 2008 a 1,3% actual, es decir, ha caído un 50%. Es cierto que el mecanismo de licitación ha ido acotando sus beneficios, y que también parece cuestionable que sea sólo en base a precio, sin otras consideraciones que son muy relevantes en el servicio prestado por las administradoras (rentabilidad, gestión de riesgos, servicio a clientes, etc.).

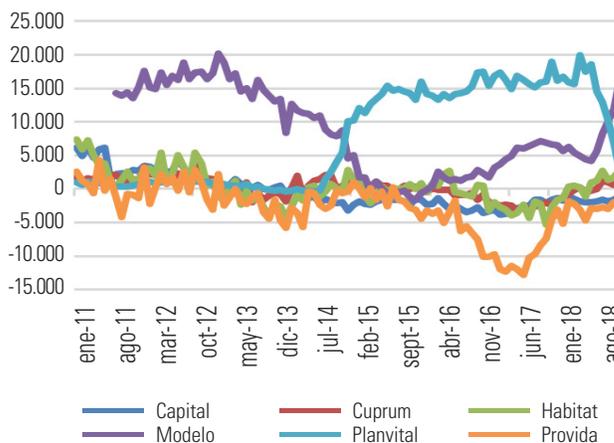
Gráfico N° 8: Comisión Promedio Cobrada por AFP's (%)



Fuente: Superintendencia de Pensiones.

Por otra parte, los movimientos de afiliados de una administradora a otra han sido crecientes en el tiempo, y además muestran que los cotizantes no son insensibles a los precios. El siguiente gráfico ilustra el cambio mensual en el número de cotizantes para cada administradora, que incluye no sólo los traspasos, sino también el ingreso de nuevos afiliados.

Gráfico N° 9: Cambio mensual en nro de cotizantes (promedio móvil 12 meses)



Fuente: Superintendencia de Pensiones.



Si bien los números no parecen significativos frente a más de 6 millones de cotizantes, tampoco son despreciables, siendo cierto además que en materia de libre competencia y fijación de precios es el comportamiento del cliente marginal el que resulta relevante en las decisiones de los oferentes. Es interesante además analizar lo que ha ocurrido en el último año entre los cotizantes de Planvital y Modelo. La primera administradora, que ganó la licitación en 2015 y bajó significativamente sus comisión de administración a 0,41%, no se presentó a la licitación siguiente, con lo que en agosto de 2018 subió su comisión a 1,16%, pasando Modelo a ser la administradora de menor costo, y logrando con esto un aumento importante de cotizantes (que incluyen a los nuevos cotizantes por ser la más barata). Lo interesante es que Planvital registró caídas en el número de cotizantes durante prácticamente todos los meses del segundo semestre del año pasado, con una disminución total de casi 50.000, que representa un 5% del total. Esto evidencia que la sensibilidad frente a los cambios de precios no es nula, como se argumenta a veces.

Si comparamos esta industria con otra en que existe muy alta competencia y es muy fácil la comparación de precios para los consumidores, como es la telefonía móvil, veremos que las diferencias en movilidad de clientes parecen razonables. En 2018 un 16% de los clientes de telefonía móvil cambió de proveedor del servicio, porcentaje que es más que suficiente para lograr una altísima competencia de precios entre los oferentes.

En el caso de las administradoras de fondos de pensiones, los datos de la Superintendencia muestran que cerca de un 10% de los cotizantes se cambia de AFP cada año, lo que no parece una cifra baja, dada las características de esta industria. En términos del número de afiliados, el porcentaje que se cambia es de un 6%. El cuadro a continuación muestra estos números, evidenciando también que el porcentaje de traspasos ha sido creciente en el tiempo.

Año	Traspasos	Cotizantes	Traspasos/ Cotizantes	Afiliados	Traspasos/ Afiliados
2018	629.776	5.886.220	10,7%	10.622.949	5,9%
2017	592.066	5.255.349	11,3%	10.333.803	5,7%
2016	576.272	5.227.977	11,0%	10.105.312	5,7%
2015	473.245	5.149.498	9,2%	9.889.619	4,8%
2014	411.359	5.035.839	8,2%	9.678.760	4,3%
2013	435.851	4.953.502	8,8%	9.450.008	4,6%
2012	323.470	4.768.178	6,8%	9.156.767	3,5%
2011	278.715	4.489.070	6,2%	8.884.771	3,1%

Fuente: Superintendencia de Pensiones.

En conclusión, es efectivo que existe espacio para perfeccionar la competencia en la industria de AFP's, el cual viene dado principalmente por mejorar la educación previsional de los afiliados, y puedan de esta forma comparar mejor los servicios prestados. Sin embargo, existe un grado razonable de movilidad entre los clientes, y la sensibilidad a los cambios de precios no parece ser nula.



EL CRECIMIENTO DEL MERCADO DE ARRIENDO EN CHILE

José Miguel Simian
Septiembre 2018

Resumen

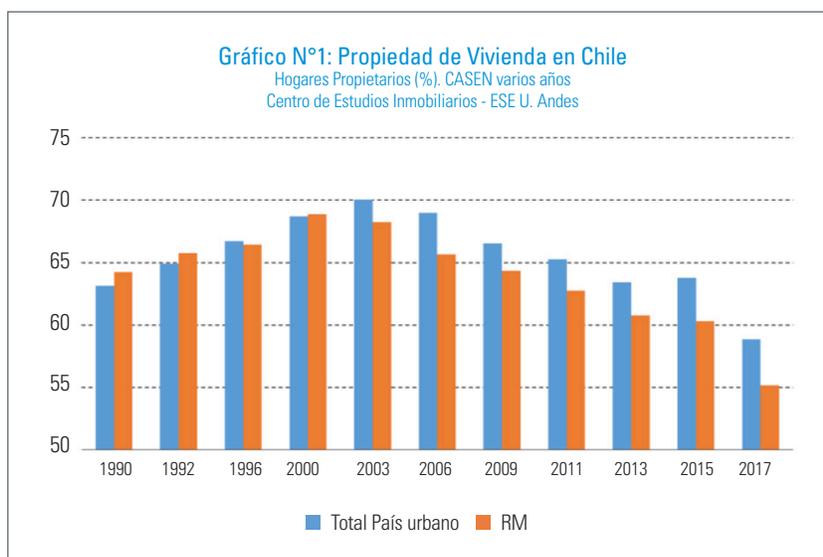
El presente estudio revisa, en base a los datos recientemente publicados de la encuesta CASEN 2017, el cambio en la proporción de hogares que usa su propia vivienda en Chile (“hogares propietarios”) versus los hogares que arriendan una vivienda. Desde 2003 hasta hoy ha habido una importante disminución en los hogares propietarios, particularmente entre 2015 y 2017. Este trabajo caracteriza además a los hogares arrendatarios. Estos son mayoritariamente hogares liderados por personas jóvenes y están en los quintiles más bien altos de ingreso. La velocidad de crecimiento de estos hogares es muy alta entre 2015 y 2017.



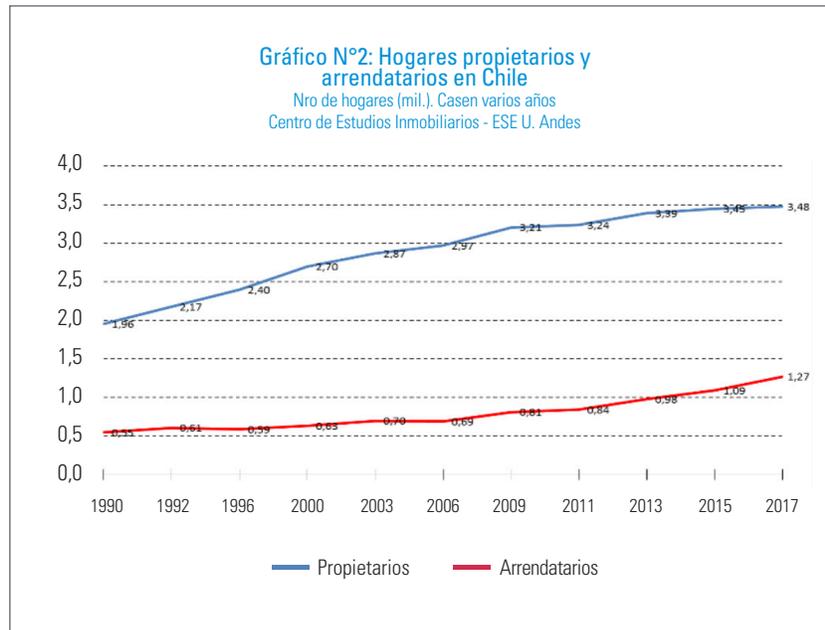
La publicación de la encuesta CASEN 2017 hace algunas semanas encendió un importante debate acerca del aumento (aunque muy leve) de la desigualdad. Hay otros datos de la encuesta, sin embargo, que resultan de interés para el mercado inmobiliario. Destacamos aquí particularmente el aumento del número de hogares que arrienda una vivienda entre 2015 (la CASEN anterior) y el 2017. La demanda habitacional se ha movido hacia un mayor número de hogares que arriendan su vivienda, aun cuando los propietarios siguen siendo mayoría. La Tabla 1 muestra que de los 5,7 millones de hogares que había en Chile en 2017, casi 3,5 millones (el 60%) usaba su propia vivienda y algo menos de 1,3 millones la arrendaba. Como se aprecia en la última columna de la Tabla 1, el cambio desde 2015 se concentra muy fuertemente en los hogares arrendatarios. En dos años los hogares crecieron en casi 340.000 y casi 180.000 de ellos arriendan su vivienda. Pensamos que se trata de un cambio muy relevante del mercado habitacional chileno y que, si bien venía desde hace varios años, se ha acentuado fuertemente en los últimos dos.

El Gráfico N°1 muestra la proporción de hogares urbanos que viven en su propia vivienda (en adelante “hogares propietarios”) en Chile y en la Región Metropolitana (RM) de acuerdo a las distintas encuestas CASEN. Ésta sube entre 1990 y hasta 2003, lo que puede considerarse un gran logro de la política habitacional chilena a través de su sistema de subsidios para acceder a la vivienda propia.¹ Desde 2003, sin embargo, la propiedad de vivienda viene descendiendo en Chile. Hemos pasado de un 70% de propiedad de vivienda a algo menos de 60% en 2017. Es una caída de 10 puntos porcentuales y casi 5 puntos se producen entre 2015 y 2017.

Si consideramos sólo aquellos hogares que se cambiaron de comuna en los últimos cinco años, que identifica explícitamente la encuesta y representan aproximadamente un 8% de la muestra, el 66% de ellos arrienda su vivienda a nivel urbano y el 70% en la RM. Este mismo número era 53% hace dos años (CASEN 2015) y 53% también en la RM. Se trata de un cambio muy grande en muy poco tiempo.



¹ Véase más detalle en el trabajo de Simian “Logros y desafíos de la política habitacional en Chile”. Revista de Estudios Públicos, Nro. 113, 2009 y también en Capítulo “Política habitacional” de Slaven Razmilic en “La industria Inmobiliaria en Chile. Evolución, desafíos y mejores prácticas”. Editado por José Miguel Simian y Verónica Niklitschek. Pearson 2017.



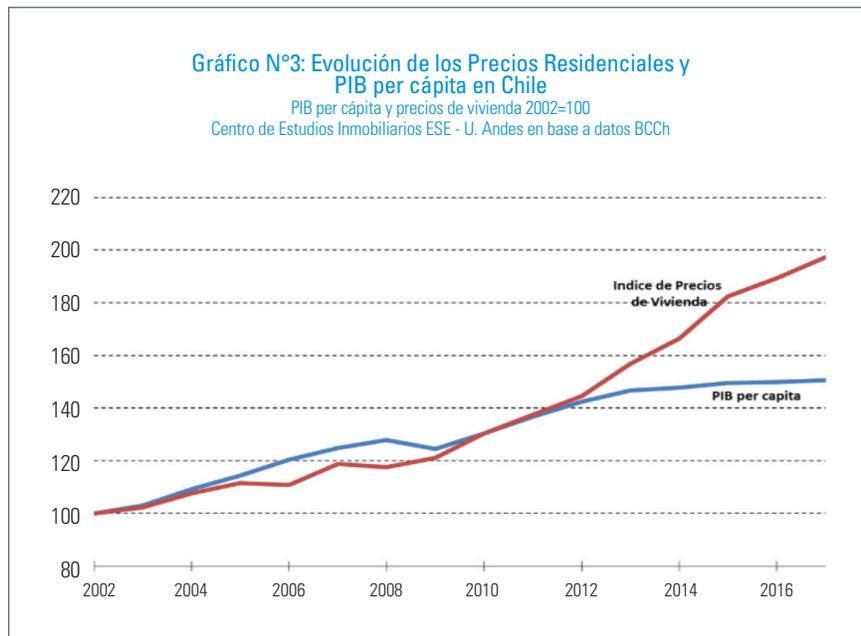
Es interesante mirar también las cifras absolutas de hogares en Chile que viven en su propia vivienda versus las cifras de arrendatarios. Éstas se muestran en el Gráfico N°2. En 1990 había en Chile algo menos de 2 MM de hogares que vivían en su propia vivienda y este número sube de manera constante hasta 2017 y llega casi a los 3,5 MM. El crecimiento de este grupo, sin embargo, se viene aplanando y el número de hogares que viven en su propia vivienda sube relativamente poco en los últimos años. Si mirásemos sólo la RM veríamos que el número absoluto de hogares que vive en su propia vivienda disminuye entre 2015 y 2017.

Al mismo tiempo, los hogares que arriendan vienen subiendo fuertemente y pasan de algo más de medio millón en 1990 a casi 1,3 MM en 2017, es decir, en los últimos seis años este grupo crece en casi medio millón de hogares. En términos de tasas de crecimiento, los hogares propietarios crecen al 1% por año desde 2009, mientras que los arrendatarios lo hacen al 5,7% por año. Si consideramos sólo los últimos dos años, los hogares propietarios crecen al 0,4% y los arrendatarios al 7,9% por año. Es el mercado de arriendo el que está creciendo. El mercado de propietarios está claramente estancado o retrocediendo en algunas comunas.

¿Quiénes son los hogares arrendatarios? Lo que muestra la encuesta CASEN es que son hogares encabezados por personas más jóvenes, en promedio de 41 años (versus 58 años del hogar propietario). El 42% tiene menos de 35 años y el 65% menos de 45 años. En términos de sus ingresos, éstos son más bien altos: algo más de la mitad está en los quintiles de ingreso IV y V y otro 18% está en el tercer quintil. La tabla 2 muestra la distribución de los 1,3 MM de hogares que arriendan en Chile según grupo etareo y quintil de ingreso autónomo. La tabla muestra también el ingreso monetario promedio del hogar. De acuerdo a la misma encuesta es posible señalar que la mitad de estos hogares está en la RM. Le siguen en concentración la V Región (11%) y la VIII Región (7,7%), es decir, el 70% está en las zonas metropolitanas más grandes del país.



Constatamos entonces que hay un importante aumento en el número y proporción de hogares arrendatarios. La pregunta que surge ahora es, ¿por qué este aumento? Si bien es una pregunta que requiere todavía más investigación, al menos tres razones pueden esbozarse aquí: 1) los altos precios de viviendas dificultan la compra y los arriendos han subido proporcionalmente menos; 2) hay una abundante oferta de unidades en arriendo y 3) un eventual cambio en los estilos de vida que hace que los hogares pospongan decisiones como la compra de una vivienda. En lo que sigue, ahondamos en estas razones.



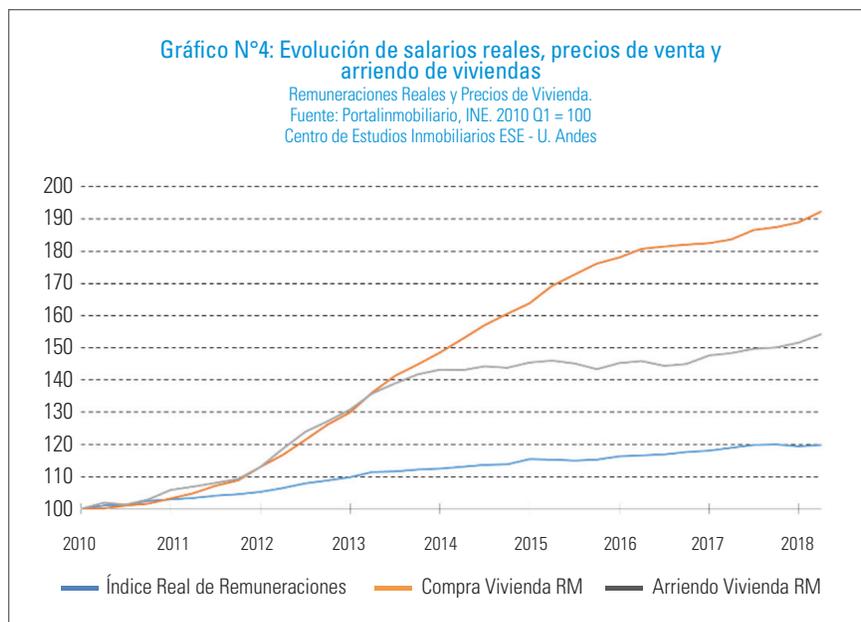
Una primera razón que explica el cambio hacia más arriendo versus compra puede estar en el fuerte aumento en los precios residenciales. Las viviendas se han vuelto caras de comprar y, como veremos, menos caras de arrendar. El Gráfico N°3 muestra la evolución de los precios residenciales en Chile en los últimos 15 años. La serie de precios es el Índice de Precios de Viviendas (IPV) que publica el Banco Central de Chile. Está normado en 100 en 2002 y se compara (también normado en 100 en 2002) con la evolución del PIB per cápita en Chile, medido en pesos constantes. Hasta 2011 las dos series se mueven a la par pero a partir de entonces los precios de vivienda se alejan del ingreso per cápita. Se observa una mayor alza de los precios residenciales que de los ingresos. Otras series de precios muestran resultados similares.

No es posible hacer aquí un análisis detallado de todas las causas que explican el alza de precios pero es posible mencionar algunas. Por un lado, las bajas tasas de interés en al menos una parte de este período implican mayores precios de activos, incluidos los inmobiliarios. Por otro lado, la fuerte demanda de inversionistas por esta clase de activo, mayores costos de construcción y, más recientemente, las contingencias regulatorias que han significado incrementos de costos para la industria inmobiliaria presionan también al alza los precios.



Alguna evidencia muestra también que los precios de arriendo no han subido de la misma manera que los precios de las viviendas. Aquí hay diferencias importantes a nivel comunal. Usando datos de la misma encuesta CASEN, puede observarse que en la RM el arriendo promedio (con contrato) es \$ 313.000 contra \$318.000 del dividendo promedio. Sin embargo, en una comuna como Santiago el arriendo promedio es de \$ 261.000 y el dividendo de \$ 296.000. En comunas como Estación Central se observa el mismo fenómeno. El contraste es grande con una comuna como San Bernardo donde el dividendo promedio es de \$ 147.000 y el arriendo promedio de \$ 228.000. El subsidio habitacional juega aquí un rol clave. Santiago tiene un 70% de hogares arrendatarios y San Bernardo un 20%. Una parte de la explicación podría estar en el costo de arrendar versus el costo de comprar, especialmente en algunas comunas. El Gráfico N°4 muestra, con datos de Portalinmobiliario, la evolución de los precios de compra y los precios de arriendo en la RM desde 2011 en comparación con los salarios reales. Se observa que mientras que los precios de compra han subido casi 100%, los de arriendo lo han hecho en 50%.

La segunda razón que explica la expansión del mercado de arriendo es el crecimiento de la oferta. Si bien hay poca evidencia en cifras, sí hay bastante evidencia anecdótica de parte de las empresas inmobiliarias acerca de la importancia de pequeños inversionistas en la compra de unidades para arrendar. En algunos proyectos y en comunas específicas, fácilmente la mitad de las unidades puede ir a inversionistas y no a usuarios finales. Cifras recientes del Banco Central muestran un aumento en el número de personas que mantienen dos créditos hipotecarios y aquellos que tienen tres o más.² Se trata por tanto de unidades que, una vez entregadas, pasan a ofrecerse en arriendo. Esta oferta adicional explica que algunos hogares vean más conveniente el arriendo que la compra.



² Véase Banco Central de Chile. Informe de Estabilidad Financiera, Primer Semestre 2018, pp. 23.



Es posible conjeturar que la oferta de unidades en arriendo generada por inversionistas ha inducido la formación de nuevos hogares, es decir, personas que solas o con otros han dejado los hogares en que estaban y han formado un hogar distinto, dada la disponibilidad de viviendas. Es posible pensar en personas jóvenes que dejan de vivir con sus padres y se van a vivir, solos o con otros, a una nueva vivienda. Esto en parte es posible porque hay viviendas disponibles. Las cifras de la CASEN 2017 dan cuenta de un fuerte aumento en la formación de hogares entre 2015 y 2017. Mientras que la población en Chile apenas aumenta en estos dos años, los hogares crecen en casi 340.000, es decir, 170.000 por año. Es el crecimiento más grande en el número de hogares en casi 30 años. Sin duda que el fenómeno migratorio es parte de la explicación pero es llamativo el bajo crecimiento de la población contra el alto crecimiento en el número de hogares. De la mano de esto va una reducción en su tamaño desde 3,2 a algo más de 3 personas por hogar. Los hogares unipersonales crecieron casi al 10% por año y los hogares de dos personas al 7% por año. Es razonable pensar que una buena parte de esos nuevos hogares en Chile son arrendatarios.

La tercera razón del aumento en el arriendo podría estar en el cambio en los estilos de vida de los hogares chilenos. ¿Qué prefieren los hogares, comprar o arrendar? No hay casi ninguna evidencia respecto de estas preferencias. La encuesta realizada por Isabel Palma y recientemente presentada en un foro inmobiliario del ESE Business School a potenciales compradores de vivienda aporta alguna luz. Casi la mitad de los encuestados arrienda su vivienda. Ellos valoran cosas como los viajes, cercanía a espacios de entretenimiento y descanso, lugares de trabajo y medios de transporte. Este tipo de cosas está en zonas urbanas consolidadas y es allí donde proliferan las viviendas de arriendo. La casa propia, en cambio, ha dejado de ser el sueño que era en alguna época y la vivienda no se considera como algo para toda la vida. Estas características de los hogares en Chile en 2017 se combinan bien con una eventual mayor preferencia por arriendo, al menos en algunas etapas de la vida. Esto coincide con el perfil de arrendatarios: hogares más bien jóvenes con ingresos comparativamente altos.

De este análisis surgen algunas consecuencias para la industria inmobiliaria: por un lado, la expansión del mercado de arriendo abre interesantes oportunidades en la renta residencial y para los proyectos de multifamily. Por otro lado, los desarrolladores tendrán que apuntar eventualmente más a inversionistas como clientes que a usuarios finales, dependiendo del tipo de proyecto que se trate. La reconversión de activos habitacionales en edificios de renta puede surgir también como una nueva oportunidad, eventualmente con menos complejidad normativa. La principal dificultad radica probablemente en lo atomizado de la propiedad.

También hay consideraciones de política pública que pueden ir surgiendo: mayor énfasis en el subsidio de arriendo, por un lado, y eventualmente un esfuerzo por conseguir que se construyan viviendas más asequibles en zonas urbanas consolidadas. Esto podría lograrse permitiendo mayores densidades, alturas y constructibilidad. Sin embargo, los cambios en los planes reguladores que hemos visto en el último tiempo apuntan en la dirección opuesta.

Todos los derechos reservados. Prohibida cualquier reproducción total o parcial sin autorización escrita del ESE Business School.

Contacto:

Veronica Nilklitschek (vnklitschek.ese@uandes.cl)

José Miguel Simian (jsimian@uandes.cl)

Centro de Estudios Inmobiliarios

ESE Business School

Universidad de los Andes

www.ese.cl

Av. Plaza 1905 (San Carlos de Apoquindo)

Santiago – Chile

Tel. +56 226181550



Tabla 1: Tenencia de la Vivienda en Chile

CASEN 2017. Total País (miles)							
	I	II	III	IV	V	Total	Diferencia con CASEN 2015
Propia	684	728	711	683	670	3477	30,5
	61%	61%	61%	59%	58%	60%	
Arriendo	150	209	236	301	375	1270	178,5
	13%	18%	20%	26%	32%	22%	
Cedida	240	212	175	143	97	867	93,3
	21%	18%	15%	12%	8%	15%	
Otra	52	44	34	30	20	180	36,7
	5%	4%	3%	3%	2%	3%	
Total	1127	1193	1156	1157	1161	5794	339,1

Centro de Estudios Inmobiliarios ESE Business School – U. de los Andes en base a CASEN 2017.

Tabla 2: ¿Quiénes son los 1,3 MM de hogares arrendatarios en Chile?

Edad		Quintil autónomo nacional					
		I	II	III	IV	V	
< 35	42%	12%	15%	17%	24%	33%	100%
		\$ 253.848	\$ 452.371	\$ 628.367	\$ 855.747	\$ 1.866.590	
35 a 45	23%	13%	18%	19%	22%	29%	100%
		\$ 304.295	\$ 545.584	\$ 761.594	\$ 1.023.177	\$ 2.187.249	
> 45	34%	11%	17%	20%	25%	27%	100%
		\$ 266.476	\$ 500.928	\$ 702.534	\$ 911.123	\$ 2.205.025	
Total		12%	16%	18%	24%	30%	100%

Centro de Estudios Inmobiliarios ESE Business School – U. de los Andes en base a CASEN 2017.

DIRECTORA EJECUTIVA

María Cecilia Cifuentes, Magíster en Economía, Pontificia Universidad Católica de Chile
mceciliacifuentes.ese@uandes.cl

PROFESOR DIRECCIÓN FINANCIERA

Julio Aznarez, Ph.D. y Master en Economía y Dirección de Empresas, IESE, Universidad de Navarra.
jaznarez.ese@uandes.cl

CENTRO DE ESTUDIOS FINANCIEROS

El Centro de Estudios Financieros del ESE Business School de la Universidad de los Andes tiene como objetivo de profundizar la comprensión del mercado financiero, promover las buenas prácticas en su funcionamiento e influir, a través de la investigación y otras actividades, en las políticas públicas relacionadas.

DISCLAIMER

La información aquí contenida se expone a título meramente informativo y no constituye una recomendación de inversión, oferta, valoración de carteras o patrimonios, ni asesoría financiera o legal. Dicha información tampoco es un reflejo de posiciones (propias o de terceros) en firme de los intervinientes en el Mercado Financiero Chileno.

El objetivo es informar, hacer propuestas de buenas prácticas o políticas públicas y generar discusión sobre el funcionamiento del mercado financiero local y la economía en general. Este informe está basado en información pública y modelos o proyecciones propias que utilizan dicha información como insumo, y por lo tanto está sujeto a error.

Los análisis y opiniones aquí presentadas, son de responsabilidad exclusiva de sus autores y no representan la opinión de la Universidad.

Sus autores no serán responsables de ninguna pérdida financiera, ni decisión tomada sobre la base de la información contenida en este Informativo mensual.