



INFORME ACTUALIDAD ECONÓMICA

Contenidos:

I. Artículos:

“Entendiendo el
Acentilado Fiscal y sus
posibles consecuencias
sobre la Economía
Chilena”
Carolina Martínez

“Burbuja inmobiliaria:
Teoría y el Chile
actual”
Francisco Campos

II. Análisis de Indicadores Económicos:

- Sección Nacional
- Sección
Internacional
- Sección Regional.
Departamento de
Estudios, ASIVA

Editores:
Soledad Cabrera
Rodrigo Navia, Ph.D.

EDITORIAL

El año 2012 estuvo marcado por la incertidumbre, a nivel mundial, generada por los posibles efectos de la grave situación de deuda observada en algunos países de la Unión Europea, y los problemas fiscales en Estados Unidos. A nivel interno se consideraba que estas situaciones podrían afectar a nuestro nivel de crecimiento y empleo, sin embargo las cifras de producción mostraron durante el año un incremento más allá de lo esperado y la tasa de desempleo terminó el 2012 muy cerca del nivel natural de desempleo.

Por otro lado, la inflación mostró un comportamiento descendente. Empezó el año sobre el límite superior del rango meta, durante la primera mitad del 2012 converge hacia ella, finalizando muy cerca de su límite inferior. El dólar por su parte, la mayoría de los meses se ubicó bajo los 500 \$/US, generando que en promedio el tipo de cambio real fuese menor al del año anterior, afectando a la competitividad de los exportadores. Considerando todas estas variables y las proyecciones de crecimiento mundial el Banco Central decidió mantener durante el año la Tasa de Política Monetaria en un 5%.

Sin embargo, a pesar que el panorama interno fue mejor de lo esperado durante el año, el 2012 nos deja al menos dos temas pendientes. El primero de ellos correspondiente a la discusión sobre los cambios automáticos en los valores de los instrumentos de Política Fiscal en Estados Unidos y el segundo tema correspondiente a una posible burbuja inmobiliaria en nuestro país.

El primer tema es abordado por Carolina Martínez en su artículo titulado “Entendiendo el Acentilado Fiscal y sus posibles consecuencias sobre la Economía Chilena”. En este artículo se establece que los potenciales efectos de esta situación para Chile, vienen dados por el lado del comercio exterior y por la sensación de riesgo generada a nivel global.

Por su parte, Francisco Campos aborda el segundo tema en su artículo “Burbuja inmobiliaria: Teoría y el Chile actual”. En éste se realiza un recorrido por las distintas visiones teóricas del tema, finalizando con un análisis de las distintas posturas acerca de la situación actual en Chile.

I. ARTÍCULOS

Entendiendo el Acantilado Fiscal y sus posibles consecuencias sobre la Economía Chilena¹

Carolina Martínez Arévalo
Senior Research Associate
Latam Economics, Evalueserve Chile
Ex Alumno Escuela de
Ingeniería Comercial, PUCV.

Durante las últimas semanas el tema en boga ha sido las discusiones entre demócratas y republicanos para evitar el acantilado fiscal en Estados Unidos. Sin embargo, antes de comenzar a discutir los efectos que tendría tanto para la economía norteamericana y específicamente para Chile dicho escenario es pertinente aclarar que se entiende por acantilado fiscal. Se ha llamado acantilado o abismo fiscal a la situación de recesión en la cual entraría la economía norteamericana una vez se apliquen los cambios en la política fiscal contemplados en la actual ley de presupuesto. Estos cambios, que principalmente consisten en aumentos de impuestos y recortes de gasto fiscal, están programados para activarse de manera automática en Enero del 2013 generando efectos importantes en el presupuesto y, en general, en la economía norteamericana.

Dentro del total de modificaciones al presupuesto actual, los cambios que generarían los efectos más importantes en el presupuesto y en la economía son:

¹ Fuentes y Referencias:

- Congressional Budget Office, An Update to the Budget and Economic Outlook: Fiscal Years 2012 to 2022.
- Congressional Budget Office, Economic Effects of Policies Contributing to Fiscal Tightening in 2013.
- Banco Central de Chile, Base de Datos Estadísticos.
- Diario Financiero, Mercados de Europa cerraron a la baja y pendientes a la situación fiscal de EEUU.

**... los recortes ...
producirían que el déficit
fiscal se reduzca a 641
mil millones de dólares**

...

- Desde Enero las disposiciones a expirar son Desgravación Fiscal, Reautorización de Seguro de Desempleo, Ley de 2010 de Creación de Empleo. Provisiones promulgadas en los años 2001, 2003 y 2009 que extendían reducciones en tasas impositivas y ampliaciones de créditos fiscales también expirarían.
- Reducciones en las coberturas de servicios médicos que forman parte del programa de salud Medicare.
- Entrada en vigor de procedimientos establecidos en la Ley de Control de Presupuesto del 2011 los cuales restringen el gasto discrecional y obligatorio.
- Extensión de los beneficios de desempleo de emergencia y una reducción de 2 puntos porcentuales en el impuesto a la remuneración para la Seguridad Social son beneficios que están programados para expirar.

De acuerdo a la Oficina de Presupuesto del Congreso (OPC), organismo independiente que realiza análisis de asuntos presupuestarios y económicos con el fin de apoyar el proceso presupuestario del Congreso de Estados Unidos, los recortes

mencionados anteriormente producirían que el déficit fiscal se reduzca a 641 mil millones de dólares (billions of USD) durante el año fiscal 2013, esto representa un 4% del PIB de dicho país.

Desafortunadamente, los efectos de esta política fiscal contractiva sobre la economía en general serían negativos, causando un escenario de recesión. Según estimación de la OPC, si estos cambios se llevan a cabo, el PIB real de Estados Unidos se reduciría en 0.5% entre el 4º trimestre de 2012 y 4º trimestre de 2013. Dicha contracción produciría una caída en el empleo y su consecuente incremento en la tasa de desempleo, la cual llegaría a un 9.1% para finales del 2013. Para el 2014, la agencia estima una recuperación en el crecimiento económico y un fortalecimiento del mercado laboral, lo cual llevaría al PIB de dicho país a regresar a sus niveles potenciales, para finalmente alcanzar una tasa de desempleo de 5.5% en el 2018.

Los potenciales efectos de este escenario de recesión en Estados Unidos que podrían afectar a



Chile vienen principalmente por el lado del comercio exterior que mantienen ambos países y por la sensación de riesgo que genere a nivel global.

Comercio Internacional

En promedio, desde el 2003 al 2011 las exportaciones de Chile a Estados Unidos representan un 13.5% de total de exportaciones que realiza nuestro país al mundo. Dicha participación ha venido mostrando un comportamiento descendente dado la política de diversificación de destinos exportables que ha seguido Chile.

Desde el año 2003, las exportaciones chilenas hacia Estados Unidos han venido creciendo a tasas anuales por sobre el 30%. Sin embargo, durante 2007, 2008 y 2009 las exportaciones mostraron cifras de crecimiento negativas debido a la crisis subprime. Durante 2007, cuando dicha economía crecía a un modesto 1.9% anual, las exportaciones cayeron en 7.9% con respecto al 2006. La misma comparación para los años 2008 y 2009 muestra a los envíos desde Chile hacia Estados Unidos cayendo en 7.2% y 22.8% respectivamente, producto de un PIB real que disminuía en 0.3% y 3.1% esos años. La recuperación de las exportaciones comenzó en 2010 y se fortaleció el 2011 que cerró con un crecimiento de 31.9%, tasa similar a las vistas los años anteriores a la crisis, cuando el país crecía un 1.8%.

Es de esperar que si los legisladores del país liderado por Barack Obama no logran alcanzar un acuerdo que evite que las medidas de recorte se activen antes de fines de este año o comienzos del próximo, los recortes automáticos comenzarán a entrar en vigor de acuerdo a la ley presupuestaria actual. Lo anterior incrementaría las posibilidades de que el escenario de recesión estimado por la OPC se produzca, y mirando la última experiencia de recesión en Estados Unidos las exportaciones desde Chile hacia dicho país enfrentarían, nuevamente, una caída en sus envíos.

Riesgo global

La posibilidad de que Estados Unidos entre nuevamente en una recesión ha generado en los últimos días incertidumbre en los mercados lo que ha

llevado a que las bolsas mundiales muestren comportamientos a la baja. Durante la última jornada del 2012, con las discusiones entre legisladores norteamericanos sobre cómo solucionar la situación fiscal aun llevándose a cabo, los principales mercados europeos mostraron pérdidas. Destacan entre las bolsas que cayeron el Ibex de Madrid (-1.81%), Cac de Paris (-1.47%), Dax de Frankfurt (-0.57%), FTSE Mib de Milan (-0.82%) y el FTSE 100 (-0.49%). Además del efecto que esta incertidumbre produce en los índices bursátiles, los inversionistas a nivel mundial están reposicionando sus carteras de acuerdo a estos riesgos. Chile podría verse potencialmente afectado ya que estas turbulencias financieras pueden causar pérdidas de capital principalmente riesgosas para las inversiones de las AFPs chilenas en el resto del mundo o podría incrementar

***... pueden causar
pérdidas de capital
principalmente
riesgosas para las
inversiones de las
AFPs chilenas ...***

los costos de financiamiento de empresas chilenas que soliciten recursos financieros en Estados Unidos.

Ante la posibilidad de que la situación fiscal de Estados Unidos tarde en resolverse y existan las amenazas descritas anteriormente, es destacable que Chile es un país que actualmente se encuentra en una posición ventajosa. En un escenario global de desaceleración de las economías desarrolladas y un crecimiento mundial sustentado por el desempeño de las economías emergentes, las estimaciones muestran al país creciendo a un 5.1% en el 2012, por sobre el rendimiento promedio de Latinoamérica que estaría entre un 2.5% y 3% y un crecimiento global dentro del mismo margen. Esta fortaleza de ser una economía estructuralmente preparada para mantener un fuerte crecimiento, aún en condiciones globales debilitadas, ayuda al país a cubrirse del riesgo que representa una eventual caída en el intercambio comercial con Estados Unidos, que el 2011 representó un 11.1% del total de las exportaciones. Un mayor riesgo representa para el país, y el mundo, la posibilidad de que Estados Unidos contagie a países emergentes como India y China, en ese escenario, el desempeño del sector exportador de Chile y su crecimiento total podrían verse más afectados.-



Burbuja inmobiliaria: Teoría y el Chile actual

Francisco Campos C.
Ex Alumno Escuela de
Ingeniería Comercial, PUCV.

En estas últimas semanas, se ha recalado la interrogante si hay o no una burbuja inmobiliaria en Santiago, generando preocupación tanto en entidades gubernamentales, privadas y académicas. Para integrarse en este debate, lo primero que se debe tener claro es ¿qué es una burbuja? y ¿cómo abordar los análisis?, para contestar la primera interrogante usamos la siguiente definición²: “es un proceso continuo de fuerte alza en el precio de un activo o un conjunto de activos, donde las alzas iniciales forjan expectativas de futuras alzas que atraen a nuevos compradores, generalmente especuladores interesados más bien en las ganancias generadas por el *trading* de estos activos que en el uso del activo mismo o las ganancias y/o rentas futuras que se puedan generar por el bien fuera del precio de venta”. Acorde a esta definición, la primera duda que surge es cómo valoramos el precio del activo y cuánto se está desviando de su “valor fundamental”, considerando que el precio está expresado de la siguiente forma: $pt = ft + bt$, en donde pt es el precio observado del activo, ft el valor fundamental y bt es el componente burbuja o simplemente la parte no explicada por los fundamentos del activo en sí.

Las visiones teóricas

El problema en esta simple expresión matemática es que todavía no hay consenso al respecto de cómo abordar la teoría sobre burbujas de activos y/o económicas, y por ende, también los análisis se tornan divergentes al respecto, presentándose dificultades en detectar la burbuja ya que no hay un camino objetivo para medir los fundamentos, y al momento de testear econométricamente una burbuja, explícita o implícitamente se adhieren a algún modelo de “fundamento”. En este sentido, las teorías que

abordan los fundamentos, se pueden englobar en los siguientes: Hipótesis de Mercados Eficientes (HME) / *Random Walk*, Finanzas Comportamentales (FC), Minskyana³.

Generalizando HME, emergente desde las escuelas de 1960s, es que el activo refleja toda la información disponible en el momento, sea ésta pasada, presente o futura, en donde los agentes económicos toman decisiones de forma racional, procesando o descontando toda la información disponible, ello para maximizar su función de utilidad, la cual es independiente a la función de utilidad de otros agentes. Concordando con esta idea, “*Random Walk*” nos indica que los precios siguen un camino aleatorio, por lo que es imposible predecir el precio del activo en cuestión, en donde los retornos son independientes del “ayer” (error no correlacionado o aleatorio), idénticamente distribuidas el uno con el otro, aproximándose a una distribución normal con varianza finita en el caso de tomar una muestra suficiente de este tipo de observaciones. Sin entrar en mayor detalle, a los demás supuestos que subyacen en esta teoría, HME indica que si existiese algún desvío del precio desde sus fundamentos, los arbitadores entrarían en juego

actuando racionalmente para equilibrar el precio a su valor “real”, sea comprando o vendiendo, por tanto estas distorsiones serían esporádicas, o en otras palabras las burbujas serían sólo “anomalías” o mera “curiosidad teórica”⁴, y para explicar estos fenómenos defensores de esta línea han generados modelos tipo “burbujas racionales”, pero los supuestos que subyacen a tal teoría provocan escepticismo⁵. En este sentido la historia nos indica que estos hechos son

**... no hay consenso
al respecto de cómo
abordar la teoría
sobre burbujas ...**

² Kindleberger Charles, 1987, “Bubbles” in The New Palgrave: A Dictionary of Economics.

³ Existen otros modelos y derivados de estos que explican las burbujas, como es el caso de Teoría de Caos, fractales y exponenciales de Mandelbrot, aunque éste está más ligado a activos accionarios.

⁴ Oreiro José, 2001, “Bolhas, Incerteza e Fragilidade Financeira: Uma Abordagem Pós-Keynesiana”.

⁵ Uno de los supuestos defendidos sobre las “Burbujas Racionales” es que agentes racionales pueden participar en este ambiente irracional, siempre y cuando las expectativas de alzas de precios durante el auge compensen las pérdidas de un posible *crash*, por tanto estos agentes se mantendrían dentro de la burbuja a pesar de una sobrevaloración, a cambio de que sean compensados con altos retornos.



fenómenos recurrentes⁶. Además de esto, estudios recientes han indicado que el comportamiento humano a menudo es influenciado por variables económicamente irrelevantes y/o actúan en relación a lo que otros están haciendo⁷ uniéndose a la “manada” generando “funciones de utilidades colectivas”. La rigidez de esta perspectiva de HME, en donde un agente está fuera de emociones e influencias externas, o sea 100% racional, impulsa la teoría de Finanzas Comportamentales (FC), la cual desarrolla su campo académico desde el énfasis en que los agentes tienen una racionalidad limitada (*noise traders*) o son irracionales, contraponiéndose a HME ya que postula ineficiencia de mercados. FC intenta explicar los recurrentes acontecimientos ocurridos en los mercados como sobre-reacción o sub-reacción a los eventos; efecto Enero, efecto fin de semana, comportamiento de manada, burbujas, entre otros diversos temas. Específicamente, FC alude que las burbujas pueden ser explicadas, primero, a la heterogeneidad de las creencias, en donde los agentes tienen acceso a la misma información pero las expectativas y creencias a futuro son diferentes y dinámicas entre ellos, lo que genera ondas de operaciones provocando altos volúmenes negociados y alta volatilidad, con el consecuente nacimiento de burbujas, y segundo, a la limitación de arbitraje, tanto por la existencia de *noise traders*, que por su decisiones más heurísticas que óptimas dificultan la previsión de sus decisiones provocando limitaciones en las operaciones de arbitraje de inversionistas racionales, como por la existencia de riesgo de sincronización en donde arbitadores no se ponen de acuerdo si entrar a una posición juntos o no, si entrar antes o después, si permanecer por un buen o poco tiempo arbitrando dentro de la burbuja, etc.⁸ Sin embargo, en esta corriente de FC, el problema es que no existe una teoría general que explique por qué los mercados financieros se comportan de esta manera, por tanto también hay divergencia en este tema.

Otra hipótesis que también está asociada a burbujas pero desde una macro-perspectiva es la propuesta por el economista Hyman Minsky⁹, seguidor de la corriente Keynesiana, la cual está relacionada con la generación de crisis bajo sistemas financieros sofisticados y complejos. La visión cíclica de Minsky indica que la prosperidad del sistema económico y/o financiero por sí mismo es la que genera estas crisis financieras, en donde el boom económico provoca que los agentes cambien su percepción de riesgo tanto en inversionistas como en acreedores, lo que conlleva a cambios en el comportamiento de tenencia de activos (Riesgo y Volumen), pasando por una secuencia de 3 etapas, Posiciones *Hedge*- Posiciones Especulativa – Posiciones bajo esquema Ponzi. El traspaso de una etapa a otra dependerá del cambio positivo sobre las expectativas futuras de una economía, o en otras palabras, de las probabilidades subjetivas que se tienen a futuro sobre el ambiente económico (al ser subjetivo, este puede ser influido por una multitud variada de factores). A la vez que el ciclo económico avanza hacia el auge, donde los precios van a la alza (crecimiento de la burbuja), también los acreedores se vuelven más flexible en la otorgación de créditos para inversiones¹⁰ a corto plazo (inversiones de índole especulativa) ya que consideran una mayor probabilidad de los flujos futuros de estas inversiones sean positivas, generando un sobreendeudamiento de los agentes (posición Ponzi) que aumenta la volatilidad y vulnerabilidad del sistema¹¹. Con todo esto, va aumentando la inestabilidad y sube la probabilidad de un *crash* en la burbuja, el cual es catalizado por una mayor restricción monetaria por parte de las autoridades, dado el alza en los precios, un aumento en el costo de refinanciamiento para aquellos que están en un esquema Ponzi, y un inicio de venta de activos para refinanciar pagos de deudas presionando los precios a la baja dando inicio al *crash*.

⁶ Kindleberger hace un recorrido bastante amplio de crisis y burbujas en su libro “Manias, Panics and Crashes: A History of Financial Crises”.

⁷ Ariely, Dan (2008), “Predictably Irrational: The Hidden Forces that Shape our Decisions”, Pág. 240.

⁸ Keiserman Bernardo, “Bolhas Especulativas no Mercado de Ações: Uma Abordagem das Finanças Comportamentais”, pag. 34-60

⁹ Minsky, Hyman, (1992), “The Financial Instability Hypothesis”, Working Paper No. 74 Levy Institute.

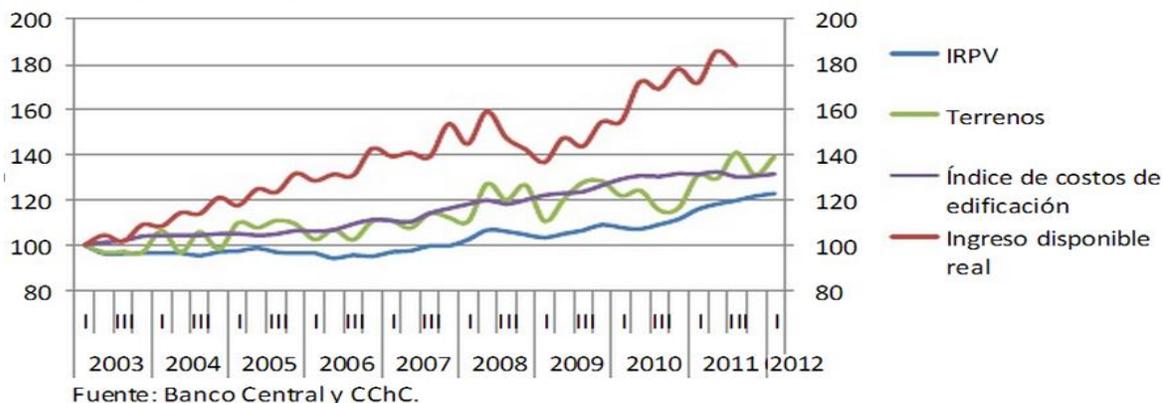
¹⁰ Considérese que la inversión como componente de la demanda agregada tiene como rasgo propio el ser volátil, por tanto un aumento de ello en el sistema también implicaría mayor volatilidad.

¹¹ Murillo, Francisco, (2007), “El enfoque de Minsky: una interpretación endógena de las crisis financieras”, Universidad Complutense de Madrid.

Así, los modelos teóricos planteados anteriormente, cuando describen los rasgos de las burbujas, convergen en varios rasgos importantes a resaltar como¹²: a) Alta expectación por continuas alzas en los precios, b) Sobre-valoración con respecto al promedio histórico, c) Nuevos inversionistas o empresarios ingresando a la ola especulativa, d) Considerable interés popular y mediático, e) Relajo en la Política Monetaria y/o expansión del crédito¹³, f) Noticias o sorpresas positivas (noticias reales que están por sobre lo que esperaba el mercado) que estimulen el exceso de confianza, el incentivo a especular por parte de los agentes y/o la sobrestimación del valor fundamental de los activos¹⁴.

Gráfico 1:

ÍNDICE REAL DE PRECIOS DE VIVIENDAS (IRPV) Y SUS FUNDAMENTOS
(Índices base 1º trimestre de 2003 = 100)



La situación actual de Chile

Ahora que ya se tiene una noción sobre burbujas y algunos tipos de modelos, centrémonos en

el debate sobre si hay una burbuja inmobiliaria, donde economistas advierten que el alza en los precios de las propiedades, junto con el aumento del déficit de cuenta corriente, que actualmente está en 3% del PIB, podría generar un ambiente propicio de burbuja inmobiliaria.

Como algunos estipulan, esta alza de precios es justificada por fundamentos, dado el alto dinamismo que ha tenido el mercado laboral, el aumento de los salarios e ingresos reales, y profundización del sistema financiero. En este punto, la Cámara Chilena de la Construcción (CChC) señala que, fundamentos como el Ingreso Disponible Real de la Economía, por el lado de la demanda, y los Costos de Producción¹⁵, por el lado de la oferta, han aumentado en menor ritmo que el Índice Real de Precios de Viviendas (véase gráfico 1). Además, esta misma entidad muestra que el ratio "Precio de Viviendas/Ingresos Promedios de la

Población", se ha mantenido estable en los 13 años en comparación con otros países que sufrieron burbujas inmobiliarias (véase gráfico 2), concluyendo rotundamente la ausencia de burbuja¹⁶. A su vez, dado que una expansión del crédito desmedido puede dar un terreno fértil para el nacimiento de una burbuja según lo descrito en la teoría, análisis de la

banca indica que la dinámica del crédito se mantiene en una postura conservadora, lo que refuerza aún más el rechazo a la idea de existencia de burbuja inmobiliaria¹⁷.

¹² Vogel Harold, 2010, "Financial Market: Bubbles and Crashes", Pag. 27-49.

¹³ En este punto sobre la expansión del crédito, hay indicadores como "Debt/GDP" o variantes de esta que otorgan relativa previsión de burbuja (Vogel, 2010), mientras que medidas macro-prudenciales para evitar el *crash* también están basados en ratios crediticios, por tanto se recalca esta característica monetaria o crediticia cuasi inherente a las burbujas.

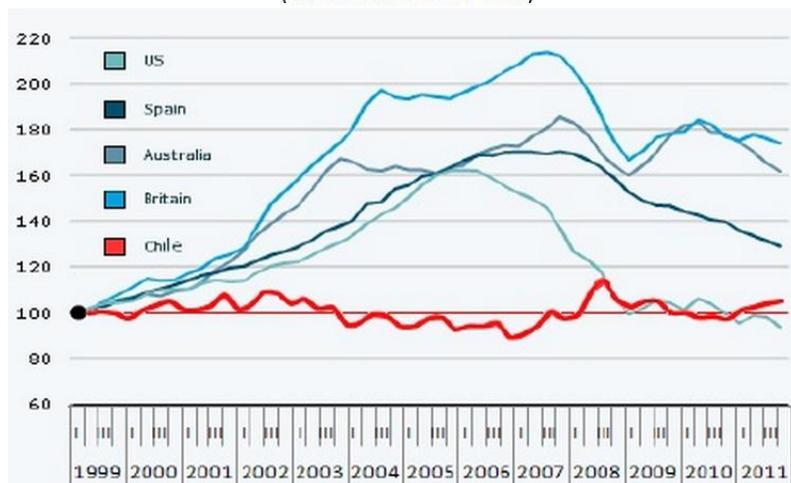
¹⁴ Un ejemplo en el sector inmobiliario sería una onda de datos positivos como aumento en los permisos de construcción, aumento en el inicio efectivo de construcción de casa, aumento del número de ventas tanto en existencias de casas como casas nuevas, y aumento en algún índice de precios de hogares.

¹⁵ En este caso, la CChC representa los costos de producción mediante los índices de Costos de Edificación y por Costos de los Terrenos.

¹⁶ Cámara Chilena de la Construcción, Diciembre 2012, Informe: "Existe Burbuja Inmobiliaria en Chile".

¹⁷ Jaque Felipe, Octubre 2012, Comunicado de Prensa "Sin evidencia en el Mercado Inmobiliario", BBVA Research.

Gráfico 2:
EVOLUCIÓN DE RATIOS PRECIO/INGRESOS PROMEDIO
(Base Marzo 1999=100)



Fuente: The Economist y CEC-CChC.

Por su parte, el Banco Central de Chile si bien no señala explícitamente la presencia de burbuja inmobiliaria, si indica que existe profundización en tendencias que podrían generar inestabilidad en el sistema, las cuales son: persistencia en las alzas de precios inmobiliarios, aumento de nuevos proyectos residenciales, escasez de oferta a corto plazo de departamentos y casas residenciales junto con rezago en el proceso de construcción, probabilidad de aceleración del crédito hipotecario a mediano plazo y mayor apalancamiento de las empresas del sector¹⁸. Además, indica que la mezcla de alzas de precios con menores tasas de interés de largo plazo, relajamiento en las restricciones sobre las condiciones hipotecarias y aumento en volatilidad en otros activos financieros, puede constituir un escenario de desvío de flujos de capitales y de mayor incentivo a invertir y especular en el sector inmobiliario. Cabe recalcar que con respecto a las tasas de interés, existen críticas que mantener las tasas de interés bajo por un prolongado período de

tiempo tiene una fuerte relación con la generación de burbujas inmobiliarias¹⁹.

Es así que, entre otras opiniones de entidades con alta influencia, hay divergencia en la existencia o no de la burbuja, pero según la información que otorga el Banco Central, se puede deducir que ya hay varios signos que si encajan con los rasgos de los modelos anteriores que indican mayores probabilidades de incubación de una burbuja, y es por ello que desde ya debe materializarse medidas para evitar un *crash*. Además, la importancia de una burbuja inmobiliaria en una economía tiene, a lo menos, dos razones relevantes si se comparan con burbujas de otros tipos de activos. Primero, el mercado inmobiliario ocupa una gran fracción de la riqueza nacional y la inversión residencial, en general, es un componente significativo en el PIB. Segundo, instituciones financieras mantienen una parte importante de su portafolio en activos como hipotecas o activos garantizados por hipotecas cuyo valor depende mayormente de las fluctuaciones de precios de las casas²⁰. Es por esto, que en el Informe de Estabilidad Financiera se mencionan varias medidas macroprudenciales enfocadas a intentar frenar el alza de los precios, la expansión del crédito y futura morosidad hipotecaria, como los límites a la razón entre el "préstamo/valor de los activos" (*Loan-To-Value*, LTV) y límites a la razón "deuda/ingreso" (*Debt-To-Income*, DTI), son 2 medidas que ya tienen evidencia empírica de alta efectividad. Por otra parte, la iniciativa que está tomando el Consejo de Estabilidad Financiera de definir un conjunto de indicadores para monitorear el sector inmobiliario también toma importancia, como "señalética" de profundizar o no la aplicación de medidas macroprudenciales.-

¹⁸ Banco Central de Chile, 2012, "Informe de Estabilidad Financiera – Segundo Semestre 2012".

¹⁹ Hott and Jokipii, 2012, "Housing Bubbles and Interest Rate", Swiss National Bank Working Papers.

²⁰ Ibid, Pag. 2.

II. ANÁLISIS DE INDICADORES ECONÓMICOS

II.1 SECCIÓN NACIONAL

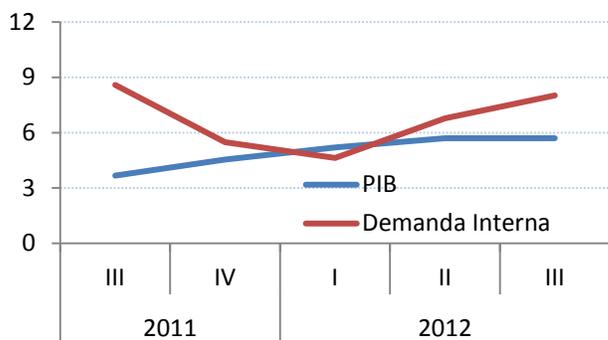
ACTIVIDAD ECONÓMICA

PIB – IMACEC

A pesar del desfavorable escenario internacional, la economía chilena continúa creciendo, incluso más allá de lo esperado. Es así como el tercer trimestre de este año se visualiza un crecimiento económico de un 5,7%, idéntico al obtenido durante el segundo trimestre, y superior en 2% al observado en el mismo periodo del año anterior

Al revisar por sector, se encuentra que todos a excepción de Pesca e Industria Manufacturera, registran una variación positiva en su producción, destacando Servicios Financieros con un crecimiento de un 9,5%.

Actividad Económica
(% de var. en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile

Esta variación fue anticipada por el Indicador Mensual de la Actividad Económica (IMACEC), que registró un aumento de un 5,7%, con respecto al mismo periodo del año anterior. Por su parte, en Octubre este indicador continúa en alza ubicándose en un 6,7%.

Con respecto al crecimiento regional, Aysén y Antofagasta, presentan las mayores tasas de crecimiento del periodo, correspondientes a un 26,9%

y 14,1%, respectivamente. Sólo las regiones de Tarapacá, Atacama y Valparaíso registran tasas de crecimiento negativas, acumulando las dos primeras una variación negativa en el año.

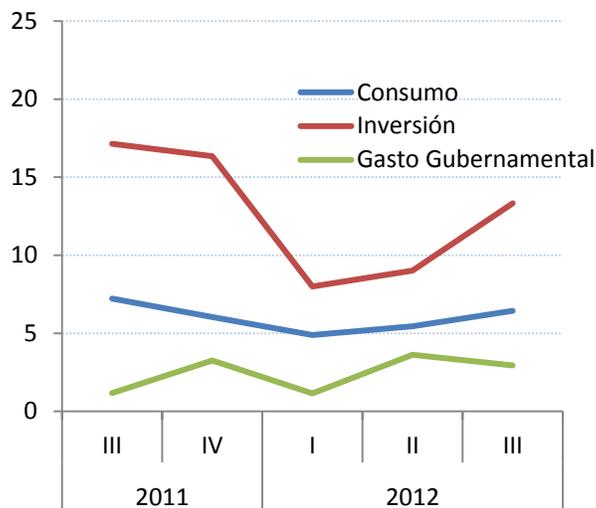
DEMANDA INTERNA

La demanda interna registró un aumento anual de un 8% en el tercer trimestre del año, recuperando terreno con respecto a lo obtenido el segundo trimestre, pero aún por debajo del 8,6% logrado el mismo periodo del año anterior.

Si bien, todos los componentes de la demanda interna registraron un crecimiento en el periodo, sólo el obtenido por el gasto del gobierno es mayor al observado en el mismo trimestre del año anterior.

El consumo privado aumenta un 6,4%, apoyado por el alza de cada uno de sus componentes, y liderado, como es habitual, por los bienes durables, los cuales se incrementaron en un 12,8%

Componentes de la Demanda Interna
(% de var. en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile

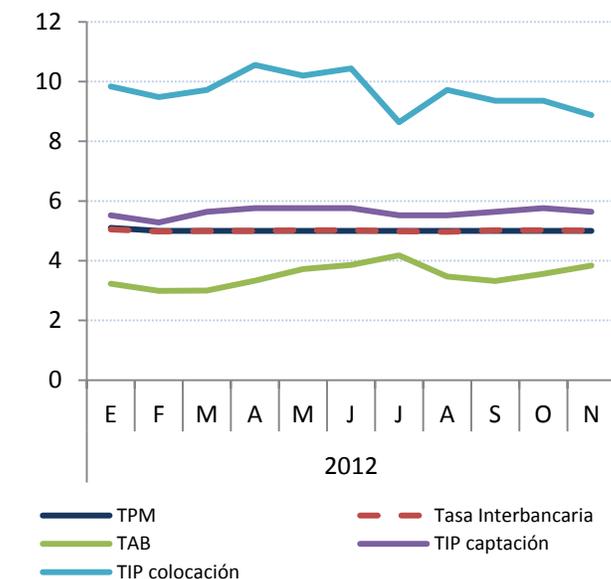
El consumo del gobierno, por su parte, se incrementó en un 2,9%, inferior a lo visualizado en segundo trimestre, pero como se mencionó, superior al 1,2% observado en el mismo periodo del año anterior.

Finalmente la formación bruta de capital aumentó en un 13,3% anual en el tercer trimestre. Si bien, es la mejor tasa obtenida en el año, continúa siendo inferior a las observadas durante el 2011. Esta situación se explica por la disminución en la tasa de crecimiento de todos sus componentes

INDICADORES FINANCIEROS

En la última mitad del año, el Banco Central continúa manteniendo la TPM en un 5%. La decisión de no aumentarla se debe a la desfavorable situación del crecimiento económico a nivel mundial. Por otra parte, no se considera disminuirla por la situación de estrechez de las brechas de capacidad y del mercado laboral. Ante esto, la tasa rectora se mantiene dentro del rango de valores neutrales.

Evolución porcentual tasa de interés



Fuente: Banco Central de Chile

En el mismo periodo de tiempo, la Tasa Interbancaria adopta valores muy similares a la TPM, presentando sólo pequeñas fluctuaciones.

La Tasa Interés Promedio de Operaciones (TIP) de colocación de 30 a 89 días, registró en Noviembre una disminución con respecto al mes anterior de un 0,48%, situándose en un 8,88%. Similar

situación sufrió la TIP de captación, la cual se redujo en un 0,12%, alcanzando un valor de 5,64%

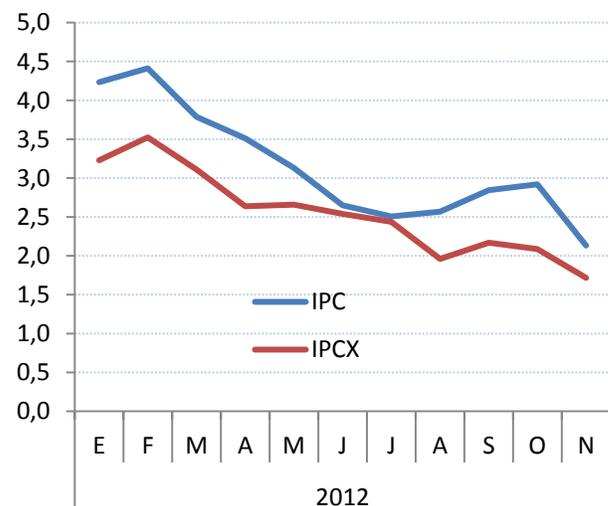
Por su parte, la Tasa Activa Bancaria (TAB) promedio en UF, alcanzó un 3,84% en Noviembre, superior al 3,56% registrado el mes anterior.

Como se observa en el gráfico, la tasa interbancaria y la TIP de captación, muestran muy poca variación durante el 2012, y valores cercanos a la TPM. Mientras que La TIP de colocación y la TAB han presentado mayores fluctuaciones, sin embargo en estos últimos meses sus valores se acercan hacia la TPM.

PRECIOS

Al comenzar el año, la inflación se encontraba en valores por sobre el rango meta, sin embargo esta tendencia se ve revertida y a partir de Junio fluctúa en valores inferiores a 3%. Septiembre y Octubre fueron meses de alta variación mensual del IPC, con tasas de 0,8% y 0,6%, respectivamente, pero el -0,5% de Noviembre, llevó a una inflación acumulada en 12 meses de 2,1%, lo cual la sitúa en el límite inferior del rango meta.

Nivel de Precios (% de var. en 12 meses)



Fuente: Banco Central de Chile

Por su parte, el IPCX también ha mostrado una tendencia a la baja, terminando en Noviembre con una variación a 12 meses de un 1,7%. Al considerar el comportamiento del tipo de cambio, el precio del petróleo, junto con la mayor demanda y oferta de bienes generada en Diciembre, existe un cierto riesgo que la inflación acumulada termine en un valor inferior al rango meta

MERCADO BURSÁTIL

En lo que respecta al mercado bursátil, la tendencia es similar a lo planteado en el informe de actualidad de Septiembre. A partir de Marzo los valores de los principales indicadores bursátiles comenzaron a caer y salvo algunas excepciones en los meses de Junio, Septiembre y Octubre, donde existieron pequeños aumentos, la tendencia es a la baja. Esto se debe al gran nivel de incertidumbre que hasta el día de hoy permanece en el mundo, debido a los problemas financieros y económicos que amenazan principalmente a países de la Unión Europea.

El IPSA cierra el mes de Noviembre con un valor de 4139,9, mientras que el IGPA en el mismo periodo, alcanza 20.323,85 puntos. En lo que va corrido del año el IGPA ha registrado un aumento de 0,96%, mientras que el IPSA ha registrado una reducción de un 0,89%.

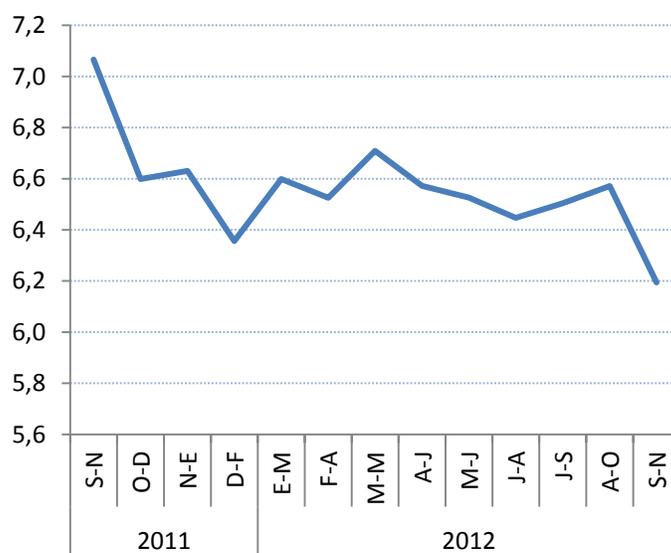
MERCADO LABORAL

En el trimestre S-O-N, la tasa de desocupación se ubica en un 6,2%, siendo un 0,9% inferior a la observada en el mismo periodo del año anterior. Esta baja en la tasa se debe a un aumento en el número de ocupados (se crearon 169.660 puestos de trabajo) mayor que el incremento en la fuerza laboral (ingresaron 105.810 personas).

El sector económico que más contribuyó al incremento en la ocupación en el trimestre S-O-N es Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura con la creación de 16.800 puestos de trabajo, seguido por Comercio al por Mayor y por Menor, que aporta con 11.130 puestos. Por su parte, Industrias Manufactureras fue el sector más perjudicado en

términos de trabajo, disminuyendo en 27.210 sus puestos disponibles. En términos anuales el sector Enseñanza es el que aporta la mayor cantidad de empleos correspondientes a 78.990 puestos de trabajos.

Tasa de desempleo



Fuente:INE

En la categoría de ocupación, sólo presentaron incrementos los trabajadores asalariados y los empleadores, registrando aumentos en 12 meses de 199.870 y 3.180, respectivamente

A nivel regional se observa que en el periodo S-O-N, sólo las regiones de Coquimbo y Los Lagos aumentaron su tasa de desempleo. En este periodo sólo 5 regiones presentan tasas de desempleo superiores al promedio nacional

II.2 SECCIÓN INTERNACIONAL

CHILE

BALANZA DE PAGOS

Durante el tercer trimestre del 2012, se observa un déficit de cuenta corriente y un superávit de la cuenta financiera. El déficit de la primera alcanza los US\$ 4.783 millones, explicado principalmente por el saldo negativo de la cuenta Renta (US\$2.736 mill), apoyado por el déficit de la balanza comercial (US\$1.777 mill). Por su parte, el superávit de la cuenta financiera alcanza los US\$ 6.009 mill, generado principalmente por la inversión en cartera realizada durante el periodo (US\$2.621 mill).

CUENTA CORRIENTE

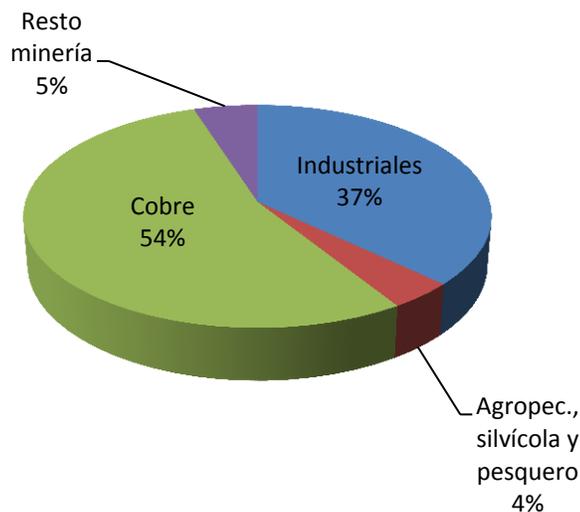
EXPORTACIONES

Durante el tercer trimestre del año, las exportaciones totales alcanzan US\$ 17.450 millones, siendo un 9,6% menor al registrado en el mismo periodo del año anterior.

La mayor parte de las exportaciones del periodo corresponden al sector minero, seguido por industria, los cuales presentaron una reducción en el monto exportado en US\$, lo que explica la disminución en el valor total de las exportaciones. Dentro del sector minero, el cobre que representa un 54% del total de exportaciones, redujo en un 4,9% su monto exportado, explicado por una disminución en su precio. Si bien, este precio aún se mantiene en valores elevados, es inferior a los 400 ctvos. US\$/lb promedio observado el año 2011.

Al igual que en segundo trimestre, esta baja se explica principalmente por la desaceleración en el crecimiento de economías a nivel mundial, siendo especialmente importante en el mercado del cobre China y Estados Unidos.

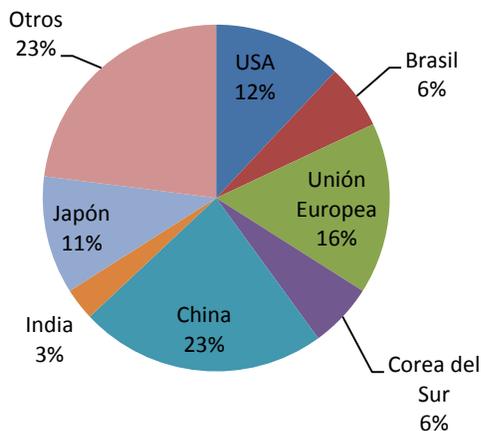
Exportaciones de bienes tercer trimestre 2012 Millones de US\$ FOB



Fuente: Banco Central de Chile

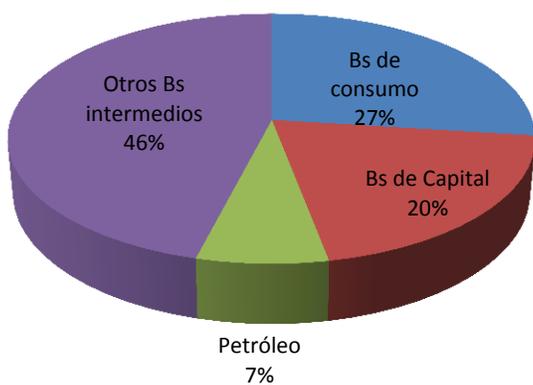
Al analizar el destino de nuestras exportaciones, no se observan mayores variaciones con respecto al año anterior. En el periodo Enero – Noviembre, un 23% de nuestras exportaciones son dirigidas a China, siendo nuestro principal destino. La Unión Europea, que corresponde al segundo destino, reduce su participación en un 2% con respecto al mismo periodo del año anterior, lo que se explica por los problemas de crecimiento económico observados durante el año, ya que la reducción en el ingreso genera una caída en el consumo de dicha economía, que se traduce en un menor nivel de exportaciones desde nuestro país.

Destino de las exportaciones de Chile Enero- Noviembre 2012



Fuente: Servicio Nacional de Aduanas

Importación de bienes tercer trimestre 2012 Millones de US\$ CIF



Fuente: Banco Central de Chile

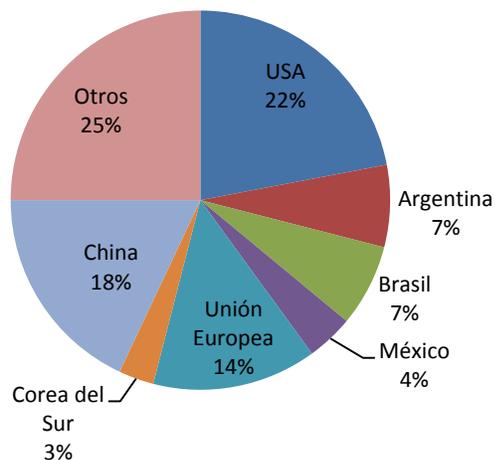
IMPORTACIONES

El total de importaciones registrado en el periodo Julio - Septiembre del 2012 alcanzó US\$ 20.493 millones, lo cual representa un aumento del 1,9% con respecto al mismo periodo del año anterior.

Las mayores importaciones corresponden a bienes intermedios, especialmente el petróleo, el cual abarca un 7% de las importaciones totales. Este producto redujo en un 17,7% su monto importado en US\$. Con respecto a su precio promedio en el tercer trimestre, se observa una baja en comparación al mismo periodo del año anterior, alcanzando un valor de 106,4 US\$/barril. Dicha reducción se debe principalmente al menor crecimiento generado en las economías mundiales y a las expectativas a la baja del crecimiento mundial, que generan una menor demanda.

Con respecto a principales orígenes de las importaciones destacan: Estados Unidos, China y la Unión Europea con un 22%, 18% y 14% del total de importaciones chilenas, respectivamente. Se observan pequeños cambios en las participaciones, como una reducción del 2% de Brasil, compensada por el incremento en el mismo porcentaje por parte de China, sin embargo, la estructura de origen de importaciones no ha variado con respecto al mismo periodo del año anterior.

Origen de las Importaciones de Chile Enero - Noviembre 2012



Fuente: Servicio Nacional de Aduanas

CUENTA FINANCIERA

INVERSIÓN DIRECTA

La Inversión Directa Neta (IDN), es decir, la diferencia entre la Inversión Directa que ingresa a Chile desde el extranjero y la Inversión Directa que el país realiza en el exterior, registró el tercer trimestre del 2012 un saldo de US\$ 1.561 millones. Esta situación es similar a la observada el tercer trimestre del 2011, donde la inversión de extranjeros en Chile posee un mayor valor.

DEUDA EXTERNA

La deuda externa a Octubre del 2012 muestra un saldo de US\$ 114.145 millones, 19,4% mayor a la registrada a la misma fecha del 2011, lo que se explica por un incremento en la deuda tanto pública como privada.

Estructura de la deuda a Octubre de cada año

	2011	2012
Largo plazo	80%	79%
Pública	18%	20%
Privada	62%	59%
Corto plazo	20%	21%
Pública	2%	3%
Privada	18%	18%

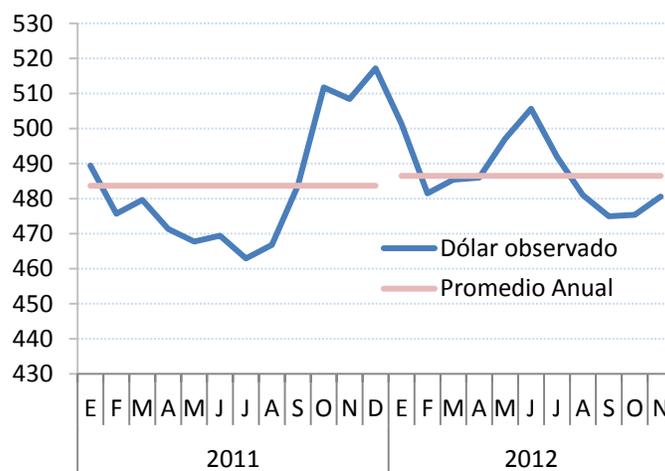
Fuente: Banco Central de Chile

En cuanto a la estructura de la deuda, por plazos se mantuvo relativamente estable, sin embargo por sector, se visualiza un leve incremento de la deuda pública. La mayor parte de la deuda sigue correspondiendo a la deuda privada de largo plazo.

TIPO DE CAMBIO NOMINAL

En el periodo Octubre – Noviembre a diferencia de lo observado en los meses previos, el tipo de cambio nominal aumentó, alcanzando en Noviembre un valor promedio de 480,6\$/US\$. En lo que llevamos de Diciembre en cambio, se observan continuas reducciones. A pesar del bajo valor del dólar observado en la segunda mitad del año, su promedio anual se mantiene levemente sobre el valor del 2011.

Tipo de cambio nominal \$/US\$



Fuente: Banco Central de Chile

TIPO DE CAMBIO REAL

Durante el periodo Julio – Octubre, el índice del tipo de cambio real mostró un comportamiento a la baja, similar al observado hasta Septiembre en el tipo de cambio nominal. El promedio del índice para este año es de 90,2, inferior al 92,18 registrado el año anterior.

Una consecuencia de esta situación es la reducción en la competitividad de los exportadores y de los productores internos que compiten con las importaciones, la cual es generada por la apreciación nominal del peso y una relación de inflación internacional – doméstica que los desfavorece.

II.3 SECCIÓN REGIONAL

Empleo

En el último trimestre, la fuerza de trabajo regional se estimó en 829.390 personas, lo que representó un descenso de 0,3%, respecto de igual período del año anterior y una disminución de 0,7%, respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior.

La estimación del número de ocupados alcanzó a 773.410 personas, representando un aumento de 0,6% en comparación con igual período del año anterior. Respecto del trimestre anterior, las personas ocupadas experimentaron un descenso de 0,2%.

Las personas desocupadas se estimaron en 55.980, lo que significó una disminución de 11,5%, los cesantes se estimaron en 50.990 personas, registrando una disminución de 8,6% y los que buscan trabajo por primera vez, alcanzaron a 4.990 personas, disminuyendo un 32,9%, con respecto al mismo período del año anterior. Respecto del trimestre móvil inmediatamente anterior, los desocupados disminuyeron un 7,5%, los cesantes disminuyeron un 8,3% y los que buscan trabajo por primera vez aumentaron en 2,1%.

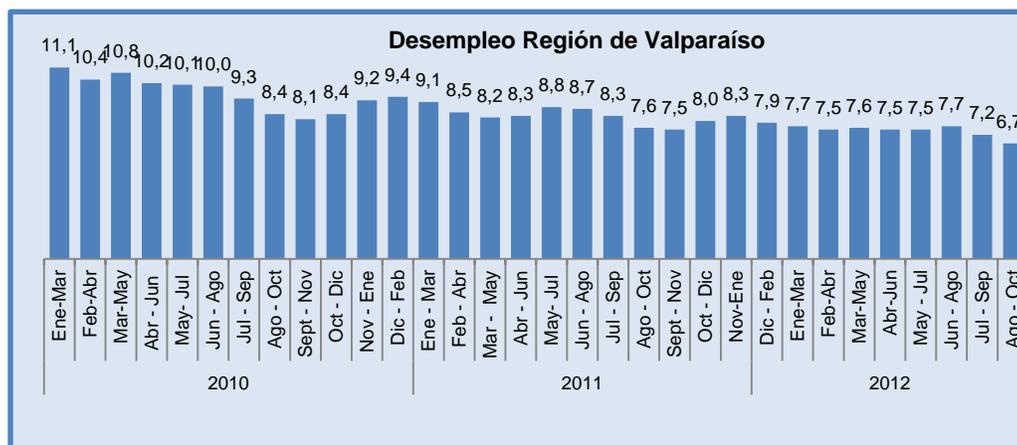
La tasa de desocupación regional alcanzó un 6,7%, registrando una disminución de 0,9 puntos porcentuales respecto de igual trimestre del año anterior y una disminución de 0,5% respecto del trimestre inmediatamente anterior.

Las personas inactivas, se estimaron en 600.800, lo que representó un aumento de 3,7% en comparación con igual trimestre del año anterior y un aumento de 1,3% respecto del trimestre inmediatamente anterior.

Situación por Actividad Económica.

Comparación Anual. Se observa que los sectores más dinámicos en la generación de puestos de trabajo, correspondieron a: Hoteles y Restaurantes: 9.290 nuevas plazas; Enseñanza: 8.950 nuevas plazas; Intermediación Financiera: 5.970 nuevas plazas; Construcción: 4.320 nuevas plazas; Explotación de Minas y Canteras: 3.200 nuevas plazas; Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler: 1.380 nuevas plazas; Servicios Sociales y de Salud: 1.220 nuevas plazas; Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura: 710 nuevas plazas; y Hogares Privados con Servicio Doméstico: 90 nuevas plazas.

En contrapartida, disminuyeron los puestos de trabajo: Comercio al por Mayor y al por Menor: 16.470 plazas menos; Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones: 8.340 plazas menos; Administración Pública y Defensa: 1.630 plazas menos; Suministro de Electricidad, Gas y Agua: 1.630 plazas menos; Pesca: 770 plazas menos; Industrias Manufactureras: 720 plazas menos; Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales y Personales: 570 plazas menos; y Organizaciones y Órganos Extraterritoriales: 80 plazas menos.



Fuente: ASIVA con información INE

Comparación Trimestral. Se observa que los sectores más dinámicos en la generación de puestos de trabajo correspondieron a: Enseñanza: 4.550 nuevas plazas; Agricultura, Ganadería, Caza y Silvicultura: 4.340 nuevas plazas; Industrias Manufactureras: 3.610 nuevas plazas; Administración Pública y Defensa: 2.200 nuevas plazas; Hogares Privados con Servicio Doméstico: 2.000 nuevas plazas; Actividades Inmobiliarias, Empresariales y de Alquiler: 1.300 nuevas plazas; Servicios Sociales y de Salud: 680 nuevas plazas; e Intermediación Financiera: 430 nuevas plazas.

En contrapartida, disminuyeron los puestos de trabajo: Transporte, Almacenamiento y Comunicaciones: 6.310 plazas menos; Hoteles y Restaurantes: 3.950 plazas menos; Comercio al por Mayor y al por Menor: 3.700 plazas menos; Construcción: 3.430 plazas menos; Otras Actividades de Servicios Comunitarios, Sociales y Personales: 1.710 plazas menos; Pesca: 860 plazas menos; Suministro de Electricidad, Gas y Agua: 520 plazas menos); Organizaciones y Órganos Extraterritoriales: 200 plazas menos; y Explotación de Minas y Canteras: 150 plazas menos.

EXPORTACIONES (Octubre 2012)

Durante Octubre de 2012, el total de las exportaciones originarias de la Región de Valparaíso alcanzó los 654,9 millones de dólares FOB, experimentando un aumento del 102% respecto al monto de las exportaciones regionales alcanzadas en el mismo período del año anterior.

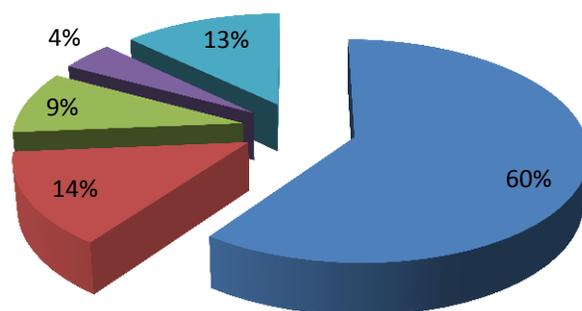
Por otra parte, las exportaciones regionales del periodo Enero - Octubre de 2012 alcanzaron los 5.242,4 millones de dólares FOB, lo que implica un crecimiento del 12,7% durante el año 2012.

Respecto de los principales destinos de las exportaciones regionales se encuentra China, Corea del Sur, Brasil, Japón, Malasia, Estados Unidos, India, México, Argentina, Colombia y Perú.

Finalmente, los productos de mayor exportación regional durante Octubre de 2012, correspondieron a minerales de cobre y sus concentrados, cátodos y secciones de cátodos, fuel oil 6, combustibles, lubricantes y demás mercancías, morenas, cigarros que contengan tabaco, pechugas, mandarinas, agar-agar, preparaciones a base de extractos, esencias o concentrados, remolcadores de alta mar, papel autoadhesivo en rollos y de polímeros de cloruro de vinilo.

Exportaciones de la Región de Valparaíso por Bloques Económicos de destino (%), octubre 2012

■ Asia ■ Mercosur ■ Nafta ■ Unión Europea ■ Resto del mundo



Fuente: ASIVA con información del SNA

Los productos que presentaron las mayores alzas durante el mes de Octubre respecto al mismo mes del año 2011 fueron: papel para decorar y revestimientos similares (3.524%), pinturas (1.487%), de lana o pelo fino (749%), gomas azucaradas (499%), y caudalímetros electrónicos (421%).

IMPORTACIONES (Octubre 2012)

La distribución del monto importado por aduanas de la Región de Valparaíso se puede observar en el cuadro adjunto, donde se observa que las mayores participaciones correspondieron a la aduana de Valparaíso (33%), y a la aduana de San Antonio (24%), cabe mencionar que la aduana de Los Andes tuvo un 7% de participación a nivel nacional.

Importaciones por Aduana (Monto CIF en millones de dólares)				
Aduana	Octubre 2012	Octubre 2011	% Variación	% Participación
Valparaíso	2.352	1.644	43%	33%
San Antonio	1.696	1.259	35%	24%
Los Andes	516	448	15%	7%

Fuente: ASIVA con información del SNA

El crecimiento del monto de las importaciones tramitadas por la aduana de Valparaíso y San Antonio implicó 1.146 millones de dólares más en las importaciones del mes.

Venta de Energía a las Empresas de la Región (Octubre 2012)

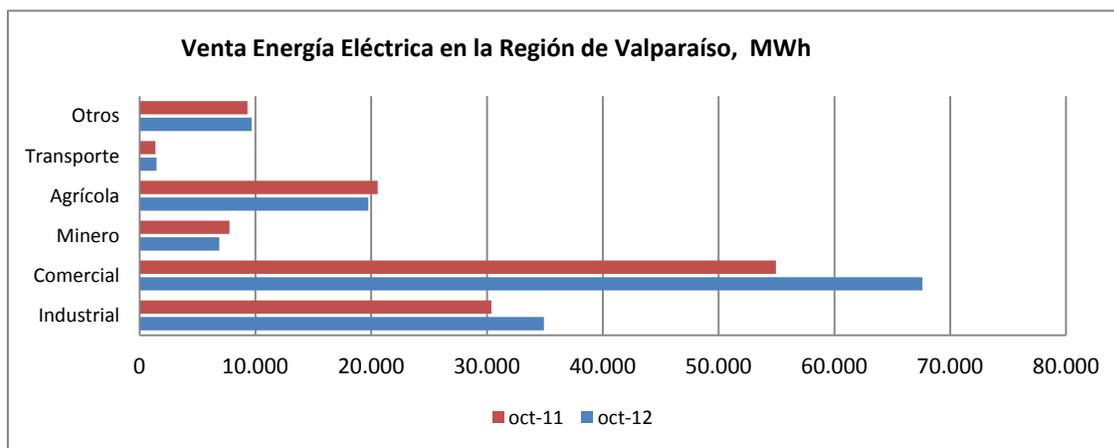
Análisis Anual.

Durante Octubre de 2012, la venta de energía eléctrica en la región de Valparaíso experimentó un alza del 14,8%, en comparación con igual mes del año anterior. De manera disgregada, las ventas de energía eléctrica para los sectores empresariales registraron un aumento del 12,8% en comparación con Octubre del año 2011, mientras que la venta de energía eléctrica residencial experimentó un alza del 17,5%, en relación con igual mes del año anterior.

Los sectores que apuntaron al alza en la venta de energía eléctrica fueron: industrias (14,9%), comercio (23%), transporte (7,1%) y otros (3,9%). Los sectores que apuntaron a la baja fueron: minería (-1,4%) y agricultura (-4%).

Análisis Coyuntural (Comparación mes anterior).

Durante octubre de 2012 la venta de energía eléctrica para el sector empresas aumentó en un 19,7%, mientras que para el sector residencial registró una variación positiva del 8,1%. Todos los sectores apuntaron al alza.



Fuente: ASIVA