



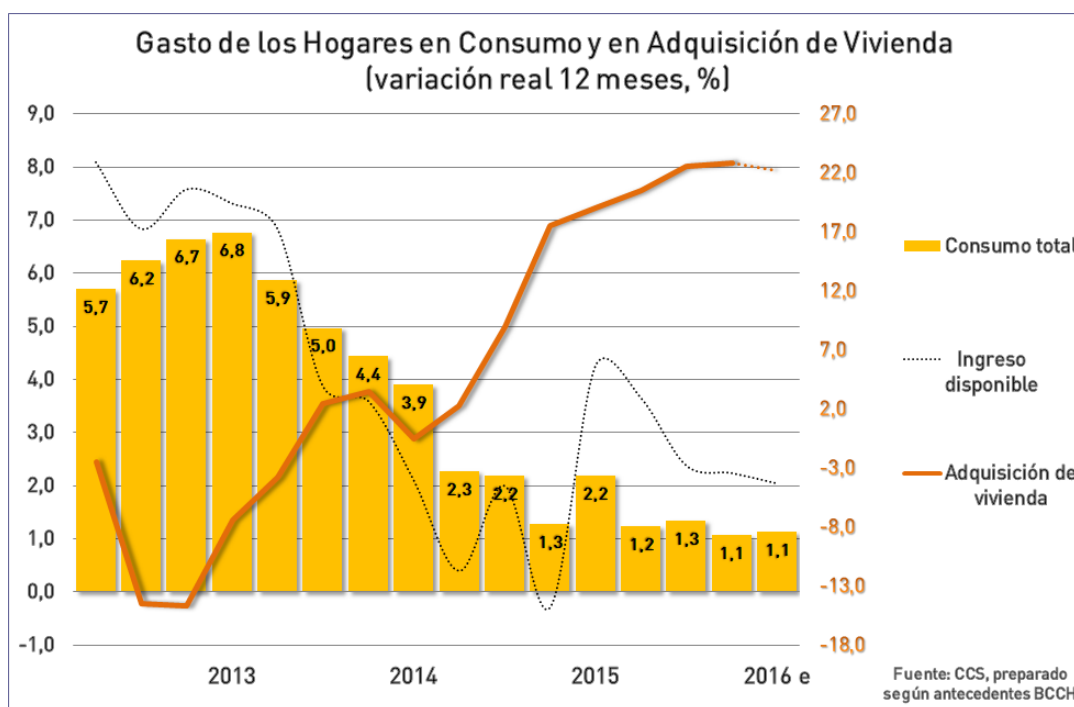
12 Mayo 2016

CCS estima que consumo habría crecido sólo en 1,1% en primer trimestre 2016

Pronunciado ajuste en consumo de hogares contrasta con boom en adquisición de viviendas

Los antecedentes de Cuentas Institucionales recientemente entregadas por el Banco Central de Chile ratifican el pronunciado ajuste por el que atraviesa el gasto de los hogares. Durante el cuarto trimestre de 2015 el crecimiento real interanual del consumo de bienes y servicios fue de 1,1% y nuestras estimaciones apuntan a que el primer trimestre de 2016 habría sido similar. Este pronunciado ciclo de baja del consumo es consistente con el freno que ha presentado el ingreso disponible de las familias, el deterioro en la masa salarial, en el mercado laboral y en las expectativas de los consumidores. El crecimiento promedio del consumo en la década 2004-14 fue de 6,2%, y sólo puntualmente en los episodios críticos de 1998 y 2008 se observó un desempeño del consumo tan débil como el actual.

Por otra parte, la dinámica del gasto en adquisición de viviendas, que corresponde a la inversión efectuada por los hogares, ha ido en una dirección exactamente inversa. Su crecimiento se aceleró a 22,9% real en el cuarto trimestre de 2015, y, de acuerdo a nuestras estimaciones, habría alcanzado un comportamiento similar durante el primer trimestre de 2016, en torno a 22%. Pese a que históricamente la inversión en los hogares ha sido pro cíclica con el ingreso disponible, en esta oportunidad ambos muestran trayectorias marcadas en sentidos opuestos, quebrando los patrones históricos.





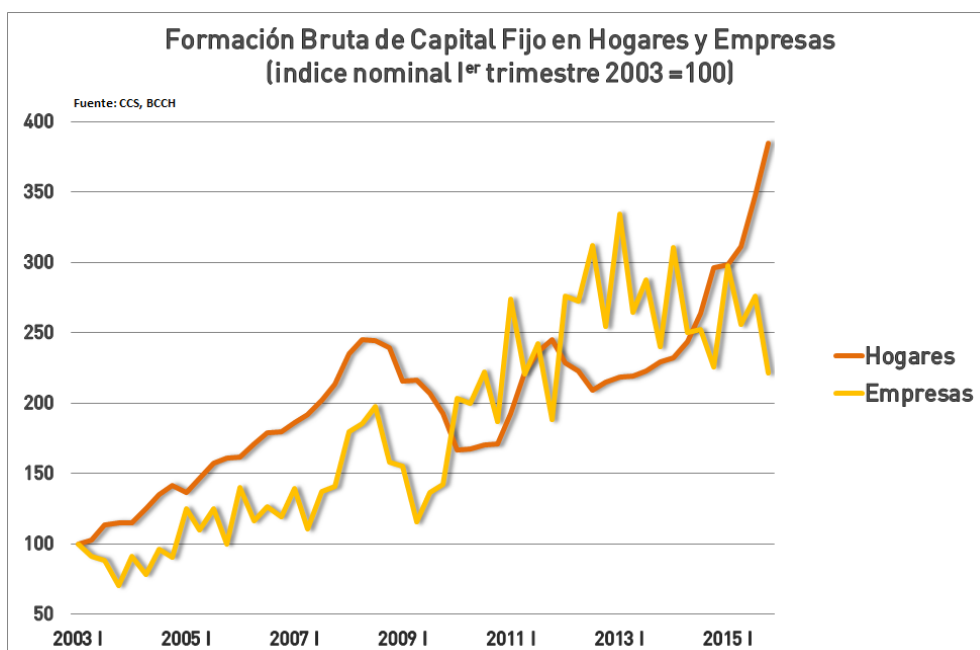
Crecimiento de la inversión en los hogares

En efecto, históricamente la sensibilidad de la inversión de los hogares al ciclo de ingreso ha sido muy alta. Durante la crisis financiera global el gasto en consumo ajustó su crecimiento real interanual de alrededor de 10% a valores negativos, mientras que la inversión se derrumbó, pasando de crecimientos superiores a 25% a caídas de -20%. Algo similar ocurrió en la crisis de la zona Euro en 2012. El consumo rebajó su crecimiento desde alrededor de 13% real a menos de 6% y la inversión desde cifras del orden de 40% y más a valores negativos en torno a -10%.

En el actual ciclo de desaceleración, relacionado con el término del súper ciclo de commodities, se produce una divergencia en la trayectoria del consumo y la inversión de los hogares (adquisición de vivienda). La contracción del consumo ha seguido el patrón habitual relacionado con el freno en los ingresos disponibles, mercado laboral y expectativas, pero no ha ocurrido lo mismo con el gasto en inversión de los hogares.

Esta verdadera explosión en la inversión de los hogares en la fase contractiva del ciclo económico en Chile se relaciona con elementos muy específicos que han detonado las decisiones de gasto de las familias, entre los que se pueden señalar los bajos retornos asociados a los ahorros financieros actuales y esperados, los bajos costos de los créditos hipotecarios y, más recientemente, los cambios tributarios relacionados con la aplicación del IVA a la compra de viviendas, que impulsó una vigorosa demanda durante el espacio de tiempo entre el anuncio de la medida y su aplicación.

La fuerza con que ha crecido la inversión en los hogares en los últimos trimestres no sólo se contrapone con el comportamiento del consumo, sino también con la inversión en el resto de la economía y en las empresas en particular. En efecto, la inversión en capital fijo realizado **en las empresas** ha caído en forma prácticamente ininterrumpida desde el primer trimestre de 2013, consistentemente con el menor crecimiento del PIB, la pérdida de fuerza de las exportaciones y el deterioro generalizado de expectativas. En los hogares, en tanto, el panorama muestra un contraste muy fuerte: se registra un crecimiento interanual a un ritmo de dos dígitos desde el segundo semestre de 2014 en adelante.



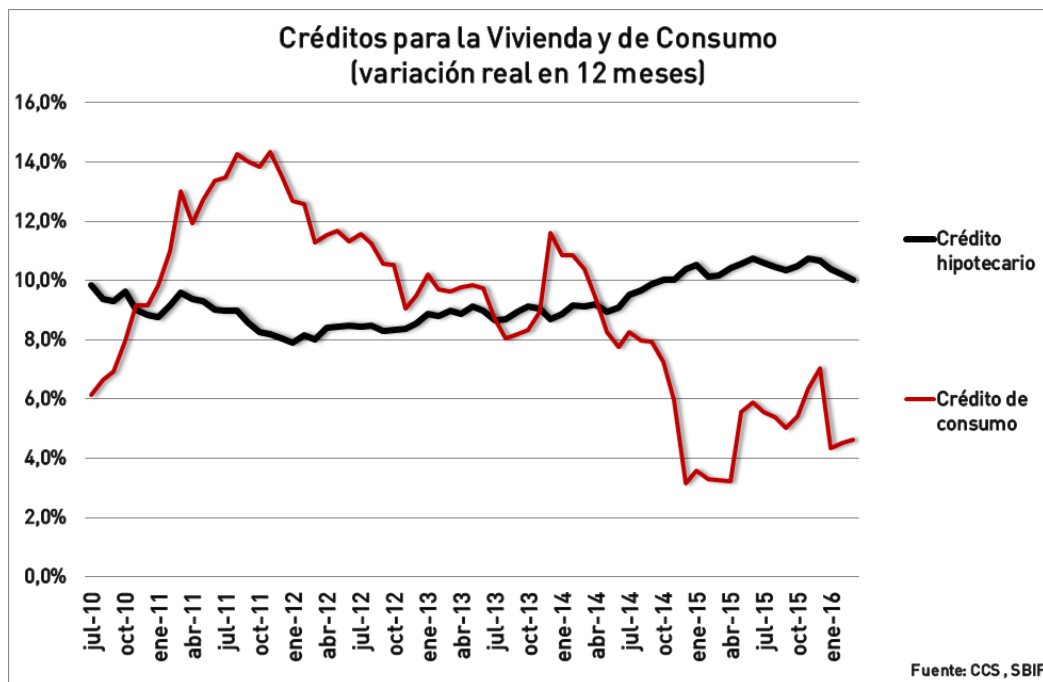


Esta divergencia entre el gasto en inversión en los hogares y en las empresas observado en los últimos dos años y medio también rompe el patrón histórico. Los antecedentes muestran un comportamiento más o menos sincronizado entre las decisiones de inversión en empresas y hogares, en respuesta a las condiciones macroeconómicas imperantes. Así, por ejemplo, en la crisis de 2009 la inversión cayó en empresas y también en las familias, lo mismo que en la crisis de la zona Euro en 2011-12. No es lo que ocurre en esta ocasión, en que la fase declinante asociada a la caída en el precio de los commodities se vincula a una caída en la inversión en las empresas y un aumento en la inversión en los hogares. La inversión en los hogares equivale a aproximadamente el 50% de la inversión que realizan las empresas y el 25% de la inversión total.

Fuerte crecimiento del crédito para la vivienda

El fuerte gasto de los hogares en formación de capital ha redundado en una presión sobre el mercado crediticio y en un mayor endeudamiento de los hogares, en un contexto de debilitamiento del ingreso disponible. Según nuestras estimaciones, el ingreso disponible registró un crecimiento de 2,2% real en el cuarto trimestre de 2015 y de 2% en el primero de 2016, en tanto que la deuda de los hogares ha estado creciendo en alrededor de 7% y 8% real desde 2011 en adelante.

Por otra parte, el factor que ha definido el crecimiento de la deuda total es el crédito destinado al financiamiento de vivienda, cuyo crecimiento real se ha mantenido en forma muy estable en torno a 10%, mientras que la deuda de consumo bancaria se ha expandido a un ritmo muy inferior, marcando un 4,5% en marzo 2016, consistente con la debilidad del consumo.



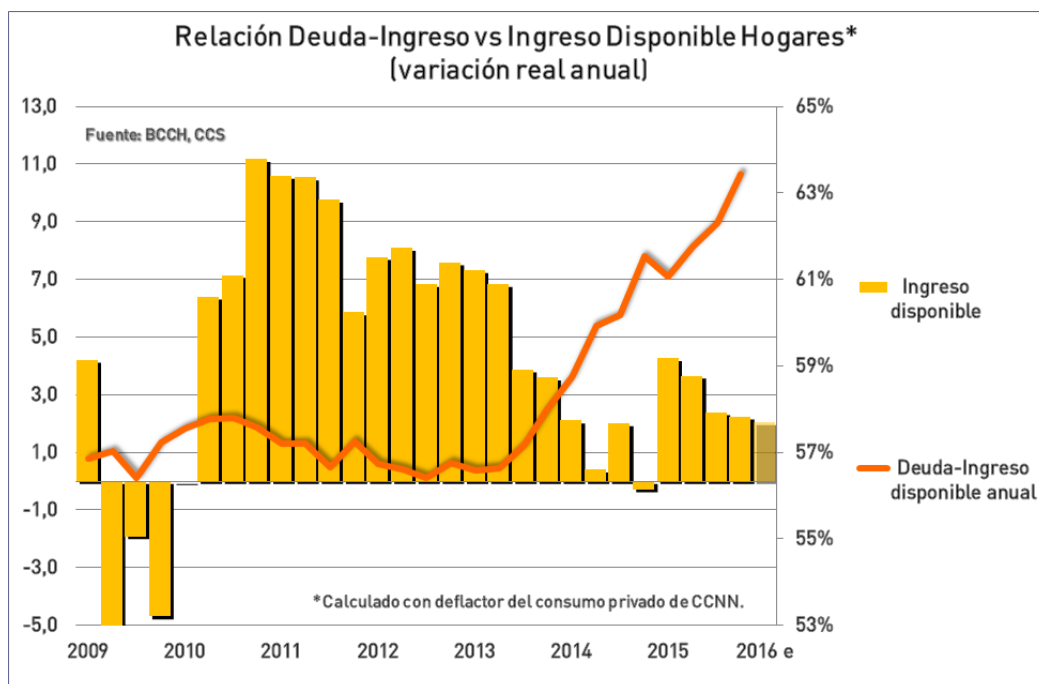
En todo caso, los datos en el margen sugieren una pérdida de intensidad en el crecimiento de los créditos para la vivienda. Pese a la fuerte inercia que tiene el stock de colocaciones, se advierte una leve disminución en el saldo total, lo cual es sugerente de



una menor actividad en el flujo de colocaciones. Del mismo modo, la Encuesta Trimestral sobre Crédito Bancario preparada por el Banco Central de Chile, señala que un 46% de los encuestados percibe un debilitamiento en la demanda por crédito hipotecario para la vivienda, lo que representa el porcentaje más elevado desde Marzo de 2010.

En este escenario, la razón entre deuda total de los hogares e ingreso disponible ha crecido sostenidamente, desde un 56% en 2013 y 2013 a 63,2% estimativamente en marzo de 2016. A la luz de la situación de los países que tuvieron una crisis de deuda en 2009, con índices de endeudamiento del orden de 100% y más, este nivel de endeudamiento no representa una situación de abierto riesgo. Sin embargo, considerando el estado de debilidad del mercado laboral y la fragilidad en el crecimiento proyectado para los próximos años, los espacios para seguir aumentando el nivel de endeudamiento de los hogares se han tornado definitivamente menores.

Los distintos indicadores relacionados con el balance financiero de los hogares han tendido a deteriorarse en los últimos trimestres. La relación entre activos financieros y pasivos financieros ha caído a 3,5, desde un 3,8% en 2010, la situación de ahorro no previsional se ha estrechado y se ha hecho cercana a cero en los últimos dos trimestres y ha habido una desaceleración importante en el ingreso disponible en un contexto de deudas crecientes.



Todos estos elementos apuntan a que el consumo de los hogares seguirá estando tensionado, por lo que prevemos que mantendrá un crecimiento bajo, en torno a 1,5% o 2%, las ventas del comercio en 2,5% a 3% y el PIB en 2,8%. El debilitamiento del mercado laboral en un contexto de mayor endeudamiento resta espacios al crédito para apalancar un mayor consumo, por lo que prevemos que el crecimiento del crédito de consumo se mantendrá acotado, mientras que el financiamiento hipotecario debería ceder a lo largo de 2016.