



Universidad
Finis Terrae

Agosto 2001
Número 3

En este número

- 1 Panorama Internacional
Agosto de 2001
- 2 Argentina
- 3 EE.UU
- 4 Zona Euro
- 5 Japón
- 6 Tema Especial: Un
Análisis de las Utilidades
Recientes de la Banca

Universidad Finis Terrae
Facultad de Ciencias
Económicas y Administrativas
Av. Pedro de Valdivia 1509
Providencia
Santiago

Informe de Economía Internacional

1

PANORAMA INTERNACIONAL

*Gonzalo Sanhueza D.
29 de agosto de 2001*

**Severo deterioro del
escenario externo
durante segundo
trimestre...**

La economía chilena enfrentó un escenario externo significativamente negativo el segundo trimestre de este año. Esto se debió a la desaceleración de la economía mundial y la caída en los términos de intercambio, lo que fue parcialmente compensado por un menor costo del endeudamiento externo. En efecto, el crecimiento promedio de los socios comerciales de Chile fue -0,4% anual, el segundo trimestre de este año. Esta desaceleración fue muy acentuada si se compara con el crecimiento de 4,1% anual del año 2000, o incluso con el crecimiento del primer trimestre que fue 1,7% anual. La caída en el crecimiento económico mundial se debe a la recesión que está observando Japón, el estancamiento que está experimentando la economía americana y las caídas de producto en Argentina, Brasil y México, durante este período.

Una consecuencia de la desaceleración de la economía mundial ha sido la caída en los términos de intercambio de Chile. Estos disminuyeron 7% anual el primer trimestre y 4% el segundo trimestre. La caída del segundo trimestre se explica por una disminución del precio promedio de las exportaciones de 5,6% anual, parcialmente

compensado por la caída en el precio promedio de las importaciones de 1,7%. Estas variaciones se deben a que el precio del cobre disminuyó 5% anual, el precio de la celulosa cayó del orden de 15% anual y el petróleo subió 3% anual.

La caída del crecimiento mundial y los términos de intercambios fueron parcialmente compensadas por la disminución en la tasa de interés real externa relevante para la economía chilena, que es igual a la tasa LIBO menos la inflación internacional más el premio por riesgo país. Esta tasa de interés fue 3,7% el segundo trimestre, disminuyendo 100 puntos base respecto del primer trimestre, producto de la disminución de la tasa de interés en EE.UU.

Aún hay expectativas de recuperación el cuarto trimestre...

Para el cuarto trimestre aún se espera una recuperación del crecimiento mundial, aunque la tasa de recuperación será más lenta y el riesgo de que se de un escenario de más bajo crecimiento es mayor. La recuperación del cuarto trimestre se basa en que los indicadores en el margen muestran que la desaceleración de las economías americana y el área Euro estarían llegando a su fin. Las políticas monetarias y fiscales expansivas que se han estado implementado en todo el mundo desde principios de año estarían comenzado a tener efecto, y estos se acentuarían hacia el último trimestre.

Así, los principales socios comerciales de Chile crecerían 0,6% anual el tercer trimestre de este año y 1,7% anual, el cuarto. Con estos resultados el crecimiento del año 2001 alcanzaría a sólo 1,3% anual y para el próximo año se proyecta un crecimiento de 2,6% anual. Los países que liderarán el crecimiento son EE.UU., los países del área Euro y Asia Emergente, en cambio América Latina estará más rezagada. (Ver anexo 1 con proyecciones del crecimiento mundial).

Riesgos son un retraso en la recuperación de EE.UU. o una crisis cambiaria en Argentina...

Los principales riesgos que enfrenta la economía mundial son que se retrase la recuperación de EE.UU., lo que afectaría la recuperación de Europa y Asia, y que Argentina sufra una crisis cambiaria, lo que terminaría en una crisis de deuda externa, afectando al resto de los países emergentes, especialmente Brasil.

En efecto, existe el riesgo de que la recuperación de la economía americana se retrase. Hasta ahora el crecimiento se ha sustentado en el gasto de las familias, sin embargo, el aumento que ha experimentado el número de desempleados puede afectar el gasto familiar, a través de la caída en los ingresos y la mayor incertidumbre. A esto se suma la caída en el precio de los activos financieros, que a través de su efecto riqueza y mayor costo de levantar capital, también afecta el gasto agregado.

Un segundo riesgo de la economía americana es su dependencia del ahorro externo. El exceso de gasto del país es del orden de los US\$ 450 billones

anuales, equivalentes a 4,5% del PIB, los que se financian principalmente a través de inversiones de portafolio que hacen los extranjeros en EE.UU. Si los inversionistas pierden confianza en la recuperación de esta economía, o principalmente, en la fortaleza del dólar, éste se devaluará rápidamente. En este escenario, el Banco Central de los Estados Unidos tendrá que subir las tasas de interés, o no podrá seguir bajándolas, y eso retardará la recuperación del crecimiento del país.

El otro factor de riesgo es la situación de Argentina. Si bien es cierto el último paquete de ayuda financiera del FMI, que alcanzó a US\$ 8 billones, ha permitido calmar a los mercados, el riesgo que el mercado le asigna a una devaluación, moratoria de la deuda y crisis financiera es alto. Esto tiene el costo de que todos estos riesgos se reflejan en mayores tasas de interés domésticas, lo que profundiza el problema financiero del sector público, dada su alta deuda, y hace más difícil la recuperación de la demanda agregada y el crecimiento. Si el mercado induce a una devaluación, esto llevará a una crisis financiera y a una moratoria obligada de la deuda, lo que se reflejará en una profunda recesión. Por esto, es previsible que el Gobierno y los organismos internacionales busquen por todos los medios evitar la crisis cambiaria, sin embargo, ésta al final depende de la confianza que tengan los agentes en el peso y los otros activos argentinos.

Condiciones Externas de la Economía Chilena

	Producto Mundial (1)	Términos de de Intercambio (2)	Tasa de Interés Real Relevante (3)
1990-1998	3,2%	119,8	3,8%
1999	3,0%	112,3	6,0%
2000	4,1%	114,0	5,5%
2001	1,3%	106,9	4,1%
2002	2,6%	103,2	4,0%
2001:I	1,7%	100,9	4,7%
2001:II	-0,4%	110,7	3,7%
2001:III	0,6%	108,0	4,0%
2001:IV	1,7%	108,1	4,0%

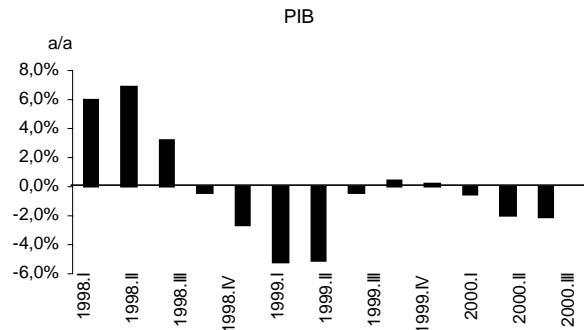
(1) Considera los principales socios comerciales y los ponderado por su participación en las exportaciones de Chile. (2) Se mantienen constante los términos de intercambio. (3) Tasa libor en US\$ real más spread de bonos de empresas chilenas

2

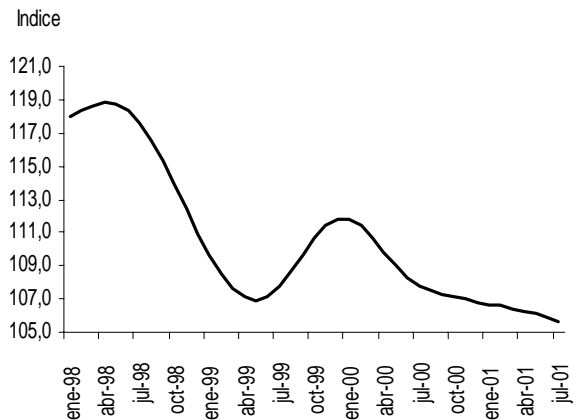
ARGENTINA

Sigue empeorando la actividad económica.....

La actividad económica sigue deteriorándose y en el corto plazo no se ven perspectivas de un cambio en esta situación. Como se aprecia en el gráfico, desde fines de 1998 la economía Argentina experimenta una caída en el producto interno bruto, la que el primer trimestre de este año alcanzó a 2,1% anual. Para el segundo y tercer trimestre se esperan nuevas caídas. En efecto, el estimador mensual industrial (EMI), que mide el desempeño del sector manufacturero, en base a una encuesta a 120 empresas líderes que abarcan 115 productos representativos, muestra que el primer trimestre hubo una caída media mensual de 3,2% anual, el segundo trimestre la caída media mensual fue de 1,2% anual y en julio la caída fue de 2,6% anual. Es más, el gráfico muestra que eliminando la estacionalidad, las diferencias de días trabajados y fluctuaciones no estacionales como las huelgas, efectos climáticos no esperados y otros, la tendencia de la producción industrial es claramente decreciente y su nivel actual de producción es 10% menor al existente a principios de 1998. Peor aún, las perspectivas para el mes de agosto no son buenas si se considera que el 60% de las empresas encuestadas no espera cambios en la demanda interna y en las exportaciones.



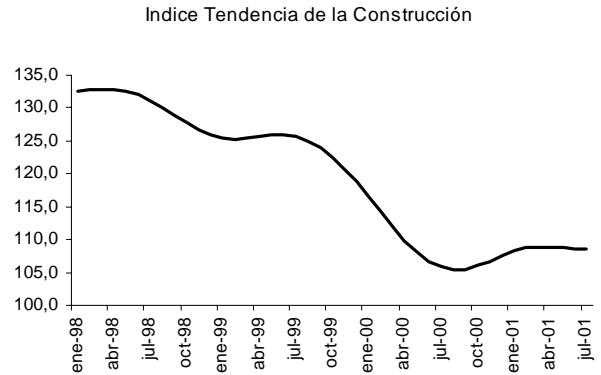
Estimador Mensual de Actividad Industrial de Tendencia



La evolución del sector construcción muestra una tendencia similar al de la industria, sin embargo, en los últimos meses se ha visto un repunte. Así, mientras el primer semestre la caída media

	Dic. 00	Ene. 01	Feb. 01	Mar.01	Abr.01	May.01	Jun.01	Jul.01	(%)	1999	2000	2001p	2002p
Prod. industrial (a/a)	-8,9%	-4,4%	-2,9%	-3,8%	-1,7%	-2,0%	0,9%	-3,3%	PIB real (a/a %)	-3,2	-0,5	-1,5	1,5
Ventas de Supermercados (a/a)	2,1%	-1,8%	-3,9%	2,1%	4,3%	-3,2%	-1,7%		Inflación (dic-dic)	-1,9	-0,7	0,2	0,7
Actividad de la construcción (a/a)	-7,5%	-6,8%	2,2%	-13,0%	2,4%	-1,1%	1,8%		Desempleo (prom.)	14,3	15,1	nd	nd
Sevicios Públicos (a/a)	8,1%	7,7%	2,9%	6,6%	4,5%	1,4%	0,4%		Saldo Fiscal (% PIB)	-2,7	nd	nd	nd
Exportaciones (a/a)	17,3%	0,0%	0,0%	0,0%	2,3%	0,0%	6,1%		B. Comercial US\$ bn	-2,2	1,1	1,5	1,4
Tasa de desempleo						16%			C. Corriente US\$ bn	-11,5	-9,9	-10,2	-11,5
Tipo de cambio real	13	128	129	131	133	133	134	135					
IPC (a/a)	-0,7%	-1,5%	-1,7%	-1,0%	-0,2%	0,2%	-0,3%	-1,1%					
Bolsa	412	539	487	452	442	439	432	343					
Spread externo	932	794	817	1014	1174	1134	1406	1406					

mensual del índice de actividad de la construcción fue de 7,7% anual, el segundo semestre se vio un incremento de 0,7% anual, y en julio el incremento fue de 5,4% anual. Sin embargo, como se aprecia en el gráfico, el nivel actual del índice es un 20% inferior al que existía a principios de 1998. Y las perspectivas para agosto no son buenas, ya que el 60% de los encuestados piensa que su actividad disminuirá en agosto. Se debe tener en cuenta que el Plan Federal de Infraestructura comenzará a operar recién en septiembre.



Por último, el sector de servicios públicos que mostraba una tendencia creciente desde 1993, también comenzó a desacelerarse. Es así, como eliminando los factores de estacionalidad y otros, el índice ha tenido una caída media mensual de 0,3% anual el primer semestre. En junio, los sectores que más crecían eran la telefonía celular y la generación eléctrica, y los sectores que más decrecían eran la carga y los pasajeros de aeronavegación internacional.

Todos los componentes de la demanda agregada se desaceleran...

La evolución de la actividad económica es un reflejo de lo que está pasando con la demanda agregada, la que se ha desacelerado significativamente en el último tiempo. Todos los factores que determinan el nivel de demanda agregada han tenido una evolución negativa. Las tasas de interés han subido, el crédito bancario se ha contraído, la tasa de desempleo aumentado, y por ende, ha caído el ingreso de las familias, mientras la política fiscal es también contractiva. Además, la desaceleración de la economía mundial y la fortaleza del peso argentino han contribuido a una desaceleración de las exportaciones.

Es así como las importaciones de bienes de consumo que el primer semestre disminuyeron 3% respecto a igual período del año anterior y en junio tuvieron una caída del orden del 20%. Las principales caídas han estado

Importaciones por principales usos económicos
En millones de dólares y variaciones porcentuales

Uso Económico	Junio			1º semestre		
	2000	2000	Variación %	2000	2000	Variación %
Total General	2.178	1.764	-19	12.175	11.455	-6
Bienes de Capital	513	351	-32	2.808	2.444	-13
Bienes Intermedios	726	648	-11	4.168	4.119	-1
Bienes de Consumo	382	345	-10	2.157	2.179	1
Vehículos automotores de pasajeros	81	26	-68	382	278	-27

concentradas en las importaciones de vehículos y artículos de consumo no duraderos. Similares resultados muestran las ventas de supermercados que arrojan una caída de 1,4% anual el primer semestre. Sin embargo, en julio las ventas alcanzaron a US\$ 1.152,8 millones, siendo un 0,5% superiores a las de junio.

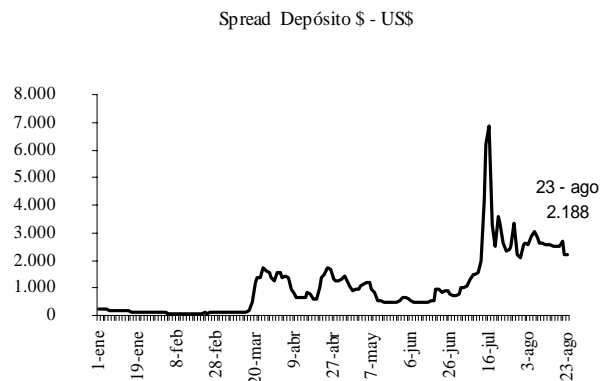
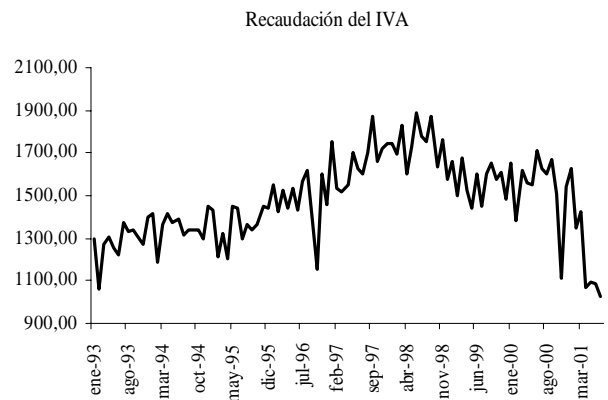
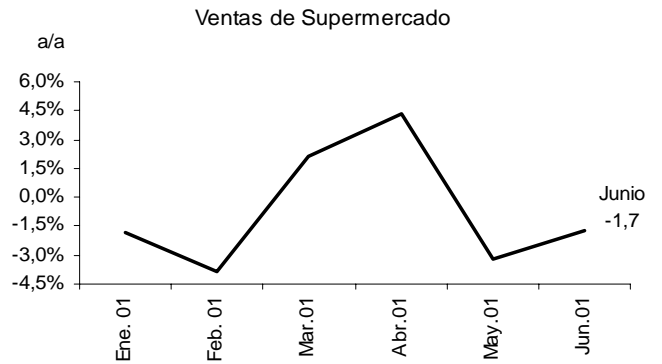
Las importaciones de bienes de capital también muestran variaciones negativas con una caída de 13% anual el primer semestre y de 32% anual en junio. Esto claramente indica que las perspectivas de recuperación de la actividad económica se ven lejanas.

La disminución en la demanda agregada se refleja en la caída que ha experimentado la recaudación por IVA. Mientras a principios de este año se recaudaban del orden de los US\$ 1.500 millones mensuales por este concepto, en julio sólo se recaudaron US\$ 1.000 millones.

Persisten altos los riesgo de devaluación, moratoria y crisis financiera....

El riesgo de devaluación dejó de aumentar pero se mantiene...

Los indicadores que muestran el riesgo de una devaluación, inducida por el mercado, han estado bajando la última semana, sin embargo, se han quedado en niveles altos. Estos indicadores alcanzaron un máximo a mediados de julio de este año, luego bajaron, para volver a subir hasta mediados de agosto, fecha en que FMI anunció que dispondría de financiamiento adicional por US\$ 8 billones para Argentina. A partir de ese día ha comenzado una reducción del riesgo de devaluación pero muy marginal. En efecto, el spread entre la tasa de interés a 90 días en pesos y en dólares se encuentra en torno a 20%, en circunstancias que a principios de año este estaba en torno a 2%; lo cual indica el riesgo que perciben los depositantes de tener sus activos en pesos argentinos. Esto también se refleja en el nivel que



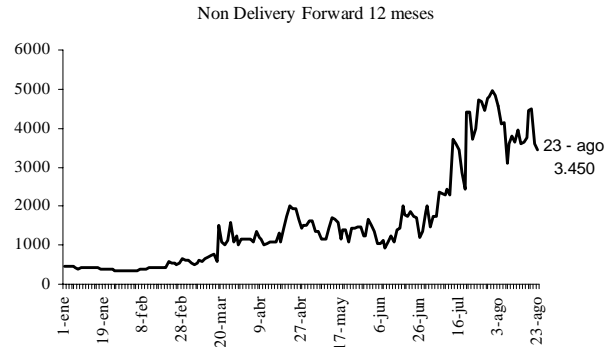
se encuentran los puntos *forwards*, que están en 3.600 puntos a un año. Esto significa que para comprar un dólar con pesos argentinos a un año, se tiene que estar dispuesto a entregar en un año más 1,36 pesos argentinos. A principios de año sólo se tenía que entregar del orden de 1,04 pesos argentinos.

También la disminución de las reservas internacionales refleja que los agentes económicos están cambiando activos domésticos por activos extranjeros. En efecto, mientras las reservas internacionales del Banco Central de la República Argentina, neto de los títulos públicos que aparecen en las reservas, eran cerca de US\$ 26 billones a principios de año, hoy sólo llegan a US\$ 15,6 billones, es decir, han experimentado una caída del orden de 40%. Y lo único que se ha logrado en los últimos días es detener esa caída. Por su parte, la relación entre depósitos en el sistema financiero expresados en dólares y los depósitos totales ha subido constantemente desde principios de año. Esto también refleja que los inversionistas ven con cierta preocupación colocar sus depósitos expresados en pesos.

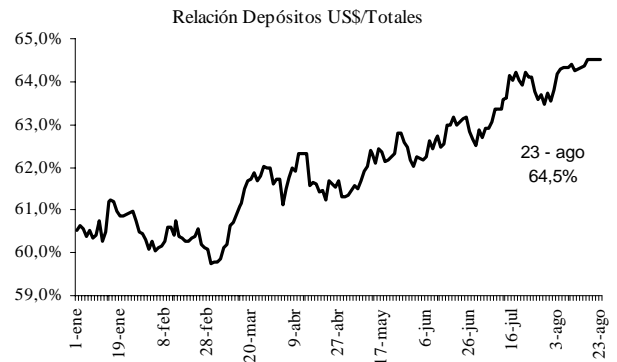
Sin duda un elemento que contribuyó a bajar el riesgo de devaluación en los últimos días fue que se despejó la duda de que el FMI forzaría una devaluación ordenada. Existía la posibilidad de que el último paquete de ayuda financiera del FMI tuvieran como requisitos una devaluación y moratoria ordenada. Sin embargo, aunque no se conocen los detalles del acuerdo, al parecer no existirían condicionantes nuevos.

Aún el Riesgo de Moratoria es alto, pero es improbable que esto ocurra...

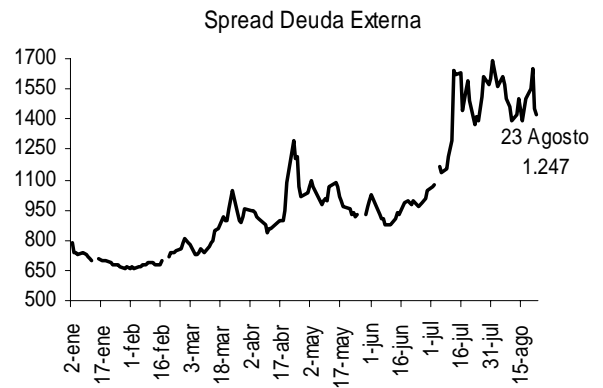
El alto riesgo de no pago de la deuda externa de Argentina se refleja tanto en las rebajas de las



Reservas (millones de US\$)	
Ene	25.984
Feb	25.998
Mar	24.029
Abr	22.186
May	20.791
Jun	21.082
Jul	16.693
15 de agosto	15.700
21 de agosto	15.600



clasificaciones de riesgo que han llevado a cabo las agencias de clasificación de riesgo internacional como en el diferencial de tasa de interés entre los bonos de la República Argentina y los bonos del gobierno americano. Como se aprecia en el gráfico este diferencial alcanzó a los 1600 puntos bases (16%) a mediados de Julio y se ha mantenido sobre los 1.400 puntos.



Fuente: JP Morgan

Sin duda el mercado ha tenido fundamentos para definir estos niveles de riesgo. Porque si bien es cierto el nivel de la deuda externa respecto al PIB es del orden del 45%, lo que no es excesivamente alto, las necesidades de financiamiento los próximos años siguen siendo importantes, y el país no está creciendo, lo que dificulta el pago de la deuda. En efecto, el siguiente cuadro muestra que en lo que resta del año el gobierno argentino, que tiene el 80% de la deuda externa, tiene necesidades de financiamiento del orden los US\$ 8.000 millones de dólares, lo que está perfectamente financiado, sin embargo, los próximos años las necesidades de financiamiento son del orden de los US\$ 20.000 millones anuales, cuyo pago depende exclusivamente de que Argentina sea capaz de conseguir refinanciamiento a tasa de interés razonables.

Financiamiento del Sector Público

	2001		2002	2003	2004	2005
	QIII	QIV				
Necesidad de Financiamiento	5.856	2.766	17.919	20.601	21.602	23.628
Déficit	735	0	0	3.500	1.700	0
Amortizaciones	3.767	2.793	19.226	19.228	21.357	25.271
Amortizaciones de Letes	3.006	1.353	500			
Otros	200	200	1.000	1.000	1.000	1.000
Ahorro de renegociación de febrero	137	66				
Ahorro de renegociación de junio	1.715	1.514	2.807	3.127	2.455	2.643

El gobierno se ha planteado una meta de déficit cero para los próximos años. El objeto del déficit cero es entregar confianza a los mercados financieros domésticos e internacionales de que el sector público está dispuesto a hacer los ajustes fiscales necesarios que le permitan a Argentina cumplir con sus compromisos. Y si bien es cierto que esta ley fue aprobada por el Congreso, resta ver si el Gobierno va a tener la fortaleza política para ponerla en práctica. El siguiente cuadro muestra que los ingresos son principalmente tributarios y su evolución estará muy determinada por la evolución de la actividad económica, Si el gobierno sigue aumentando la carga de tributación,

el efecto puede ser que consiga incluso menor recaudación. Por el lado de los gastos, el grueso son las transferencias y la seguridad social, lo que no es fácil de reducir sin enfrentar un escenario político adverso. Por lo tanto, el mercado también descuenta la capacidad del gobierno para alcanzar estos resultados.

Mercado no descarta una crisis financiera asociada a una crisis cambiaria...

La caída que han experimentado los depósitos totales en el sistema financiero indica que los agentes privados no descartan que una crisis cambiaria y/o de deuda externa pueda afectar negativamente al sector financiero. En efecto, mientras a principios de este año los depósitos en el sistema financiero eran del orden de US\$ 85.000 millones, hoy sólo están en cerca de US\$ 74.000. El grueso de la salida de los depósitos se ha producido en los dos últimos meses.

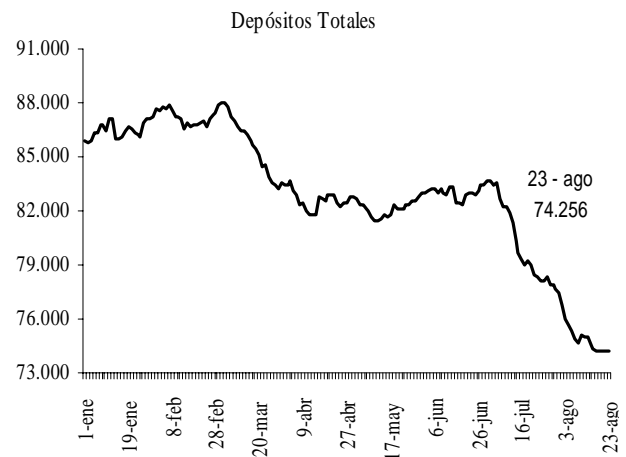
El temor del sector privado es que el sistema financiero, que tiene colocaciones por US\$ 110.000 millones, de las cuales el 60% son colocaciones al sector privado, en un escenario de crisis se vea afectado. En efecto, al menos son dos los canales a través de los cuales una crisis cambiaria afectaría al sistema financiero. Primero, una crisis cambiaria tendría un efecto negativo en la actividad económica doméstica, por lo que la recuperación de las colocaciones del sistema financiero se afectarían. Segundo, el 63% de las colocaciones al sector privado son en dólares, por lo que si produce una devaluación los agentes privados verían aumentar de la noche a la mañana el valor de sus obligaciones, y por ende, se verían en dificultades para cumplirlas.

Las perspectivas no son buenas.....

La evolución de los indicadores de alta frecuencia muestra que cada día Argentina es más vulnerable a un ataque especulativo contra su moneda, su

Composición de Ingresos y Gastos del Sector Público

Sector Público 1 semestre 2001 (US\$ millones)	Participación	
Ingresos Corrientes	27.458	
Tributarios	20.311	74,0%
Contribuciones a la seguridad sc	5.117	18,6%
No tributarios y otros	2.029	7,4%
Gastos Corrientes	30.627	
Operación (salarios)	4.280	14,0%
Transferencias	11.943	39,0%
- a las provincias	7.963	
Interés	5.924	19,3%
Seguridad Social	8.474	27,7%
Otros	6	
Total	-3.169	



deuda o sus activos domésticos. Argentina tiene poco tiempo para hacer una nueva reestructuración de su deuda externa y concretar un ajuste fiscal, para despejar el riesgo de moratoria y permitir que las tasas de interés bajen. Esto, más los ajustes estructurales necesarios para devolverle la competitividad a su sector externo son la única alternativa de que no terminen en una gran crisis.

Rescate del FMI...

El FMI otorgó a Argentina US\$ 8.000 millones adicionales. De éstos, US\$ 5.000 millones serán desembolsados en septiembre e irán a aumentar las reservas y US\$ 3.000 se usarán para reestructurar un intercambio de deuda. Las condiciones del presupuesto financiero no se conocen oficialmente, pero ha transmitido que existiría el compromiso de fortalecer la política de déficit cero y que esta se extendería a las provincias.

Conclusión

Las perspectivas para Argentina no son buenas. En el mejor escenario el gobierno con la ayuda de los organismos internacionales lograrían contener la devaluación inducida por el mercado y evitar el colapso de la economía. En este caso la economía crecería -1,5% este año y 1,5% el próximo. Sin embargo, existe un alto riesgo de que el mercado induzca una devaluación, la que traerá una recesión para este año y el próximo. En este escenario, consecuencia de la caída en el producto y, por ende, en los ingresos fiscales, el gobierno tendría que hacer una moratoria de la deuda externa y enfrentar una crisis financiera.

3

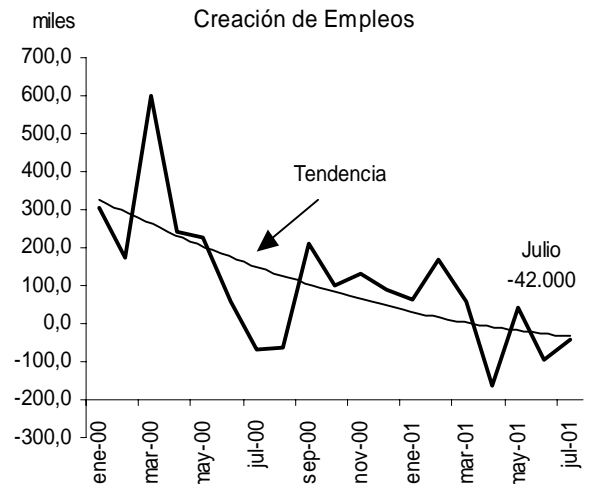
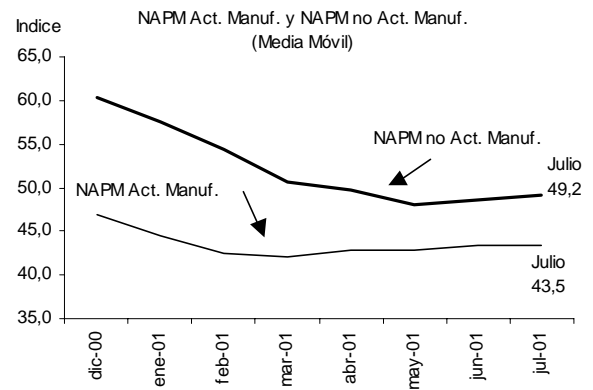
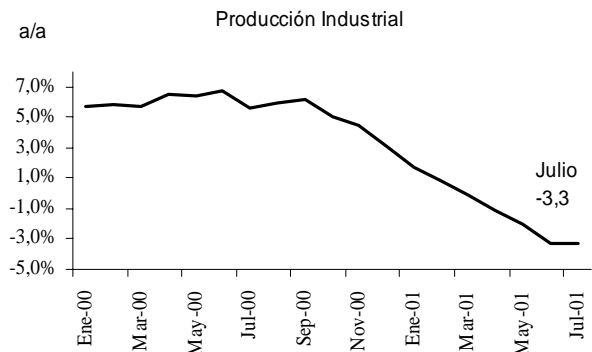
ESTADOS UNIDOS

La actividad económica sigue deteriorándose pero se mantienen expectativas de recuperación...

Los principales indicadores aún muestran que la actividad económica se está deteriorando. Sin embargo, se mantienen las expectativas de que hacia el cuarto trimestre se produzca una recuperación aunque más moderada. Uno de los factores que sustenta esta percepción es que la tasa de desaceleración es cada vez menor. En efecto, la producción industrial que cayó en promedio 0,5% mensual durante el primer semestre, tuvo una caída de sólo 0,1% mensual en julio. Asimismo, el NAPM de actividad manufacturera, que es una encuesta a los gerentes de compras acerca de la evolución de la actividad económica en su empresa, fue 42,7% en promedio durante el primer semestre, indicando que de cada 100 gerentes, sólo 42,7 veía mejores condiciones económicas en sus negocios, en cambio, en julio el 43,6% veían mejores condiciones. A su vez, en el sector no manufacturero, donde se da igual tendencia, el 48,9% ve mejoras en sus condiciones económicas. Por último, aunque se mantiene la tendencia a que disminuyan los puestos de trabajo, en julio se destruyeron sólo 42.000 empleos.

Los indicadores de demanda agregada muestran señales mixtas y potenciales riesgos...

Como es común en los ciclos económicos, la desaceleración de la economía es liderada por la desaceleración de la inversión en activos fijos y los inventarios, más que por la variación del consumo. Esto se ha confirmado en este ciclo, ya que el consumo ha estado creciendo a una tasa en torno al 3% anual; menor a la que crecía los años anteriores, pero similar a lo que debería ser su tasa de crecimiento de largo plazo. Hasta ahora, este sostenido crecimiento del consumo ha impedido que se desmorone la demanda agregada y que la

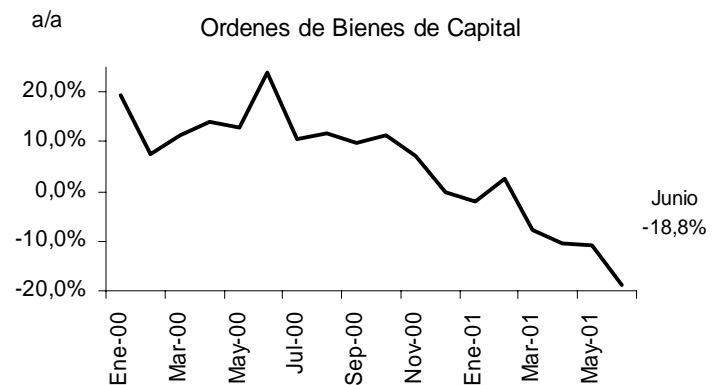
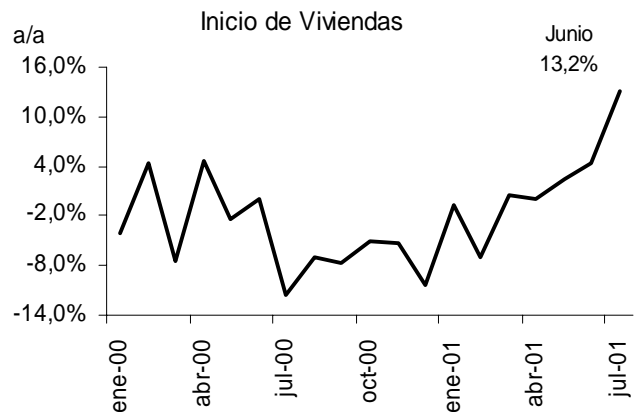
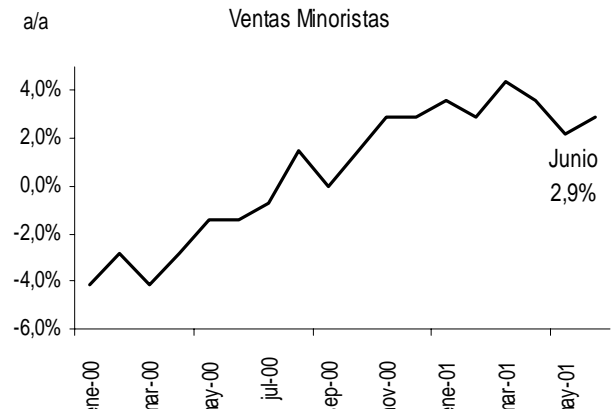
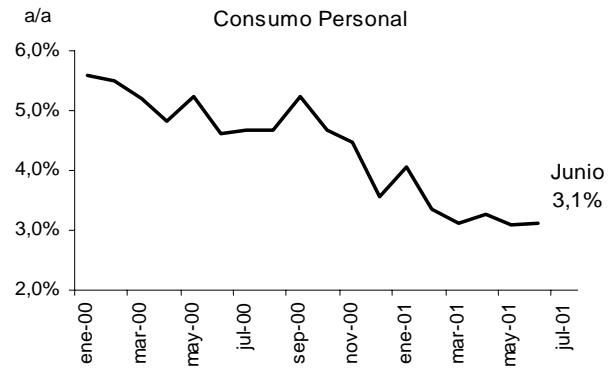


economía entre en una recesión. Para los próximos meses, las políticas monetaria y fiscal expansivas deberían continuar estimulando el consumo. Sin embargo, el aumento en la tasa de desempleo y la caída en el valor de los activos financieros, especialmente los valores bursátiles que han caído más de 4% respecto a principios de año, son factores de riesgo que habrá que tener en cuenta.

La inversión residencial también se ha mantenido creciendo durante esta fase de desaceleración de la economía. En julio, el número de viviendas iniciadas fue 2,8% más alto que en junio, que ya había crecido 1,1% respecto al mes anterior. Así, se consolida una recuperación en la inversión residencial. Esto se debe principalmente a la caída que han experimentado las tasas de interés largas. Esto hace pensar que se mantendrá la recuperación de la inversión residencial.

La inversión no residencial se ha desacelerado significativamente y las expectativas son que esta tendencia continúe por un tiempo. Esto se debe a que la inversión no residencial creció los últimos años a tasas sobre el 10% anual, lo que produjo la existencia de una capacidad productiva ociosa significativa. En efecto, la inversión no residencial pasó de crecer 12,6% el año 2000 a crecer 6% anual el primer trimestre. Y las órdenes de bienes de capital, que anticipan lo que va a suceder con la inversión no residencial, cayeron en promedio 2% mensual durante el segundo trimestre. A su vez, la capacidad utilizada muestra que aún la inversión no residencial seguirá desacelerándose, habiendo alcanzado 77% en julio, su nivel más bajo en los últimos 20 años.

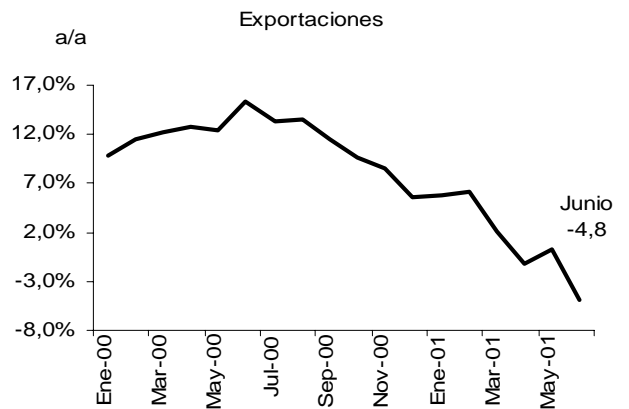
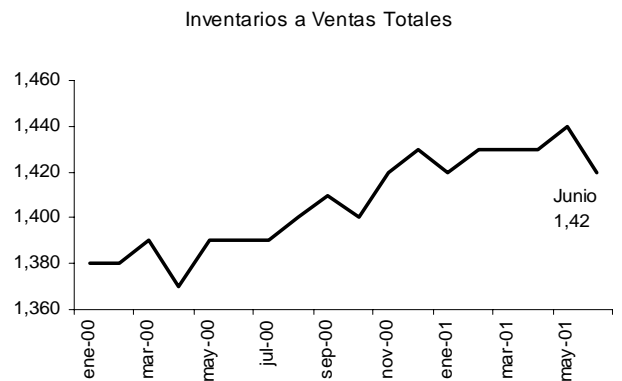
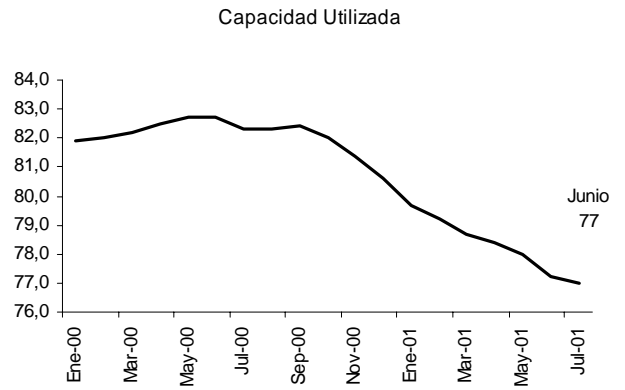
Como se mencionó anteriormente los inventarios son el componente de la demanda agregada que más explica las fluctuaciones de la actividad económica. El indicador del nivel de inventarios son éstos divididos por las ventas, y como se aprecia en el gráfico este indicador ha estado aumentando sostenidamente desde marzo del año



pasado, a pesar de la reducción en la producción y el nivel de inventarios. La existencia de altos inventarios es un desincentivo a la recuperación de la producción ya que las empresas esperarán llegar a un nivel de inventarios deseados antes de aumentar la producción nuevamente. Las perspectivas de este indicador no son buenas en el corto plazo, ya que en el último estudio NAPM antes comentado, sólo un 35% de los encuestado encontró más positiva su situación de inventarios.

El último componente de la demanda agregada son las exportaciones, las que producto de la desaceleración de la economía mundial y la fortaleza del dólar también se han estado deteriorando. En efecto, mientras el primer trimestre crecían al 5% anual, el segundo trimestre han estado decreciendo a una tasa de 2% anual. Las perspectivas no son positivas ya que el crecimiento mundial sigue dependiendo de la recuperación de la economía americana, así es que mientras esto no ocurra no crecerá la economía mundial y, por ende, las exportaciones.

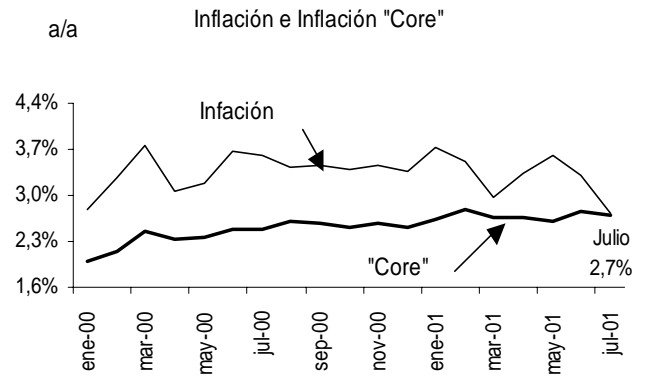
De mantenerse el crecimiento del gasto privado en torno al 3%, es posible que la economía americana crezca 1% el tercer trimestre y 2,5% el cuarto, con lo que el crecimiento anual sería de 1,6% durante al 2001. Para el próximo año, se espera un crecimiento de 2,6%.



	Dic. 00	Ene. 01	Feb. 01	Mar.01	Abr.01	May.01	Jun.01	Jul.01		1999	2000	2001p	2002p
Prod. industrial (a/a)	3,2%	1,7%	0,8%	-0,1%	-1,4%	-2,8%	-3,3%	-3,3%	PIB real (a/a %)	4,2	5,0	1,6	2,6
Cap. utilizada (%)	80,6	79,7	79,2	78,8	78,2	77,4	77,2	77,0	Desempleo	4,2	4,0	4,4	5,0
Cons. personal (a/a)	3,8%	3,9%	3,0%	3,1%	3,0%	3,2%	3,1%		Inflación	2,2	3,4	3,0	2,2
Inventarios a vtas. totales	1,420	1,430	1,430	1,430	1,440	1,420	1,430		Saldo Fiscal (% PIB)	1,3	2,4	1,9	1,6
Exportaciones (a/a)	5,7%	5,9%	6,1%	2,2%	-1,2%	0,2%	-4,8%		C. Corriente US\$bn	-324	-445	-432	-441
B. Comercial (US\$ bn)	-33,3	-33,3	-28,6	-33,1	-32,0	-28,5	-29,4		% PIB	-3,5	-4,5	-4,2	-4,1
IPC (a/a)	3,4%	3,7%	3,5%	3,0%	3,3%	3,6%	3,3%	2,7%					
IPC core (a/a)	2,5%	2,6%	2,8%	2,7%	2,7%	2,6%	2,8%	2,7%					
NAPM precios	62,2	65,7	58,1	49,9	48,9	45,2	42,3	38,7					
Salarios nom. (a/a)	4,3%	3,9%	4,1%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,4%					

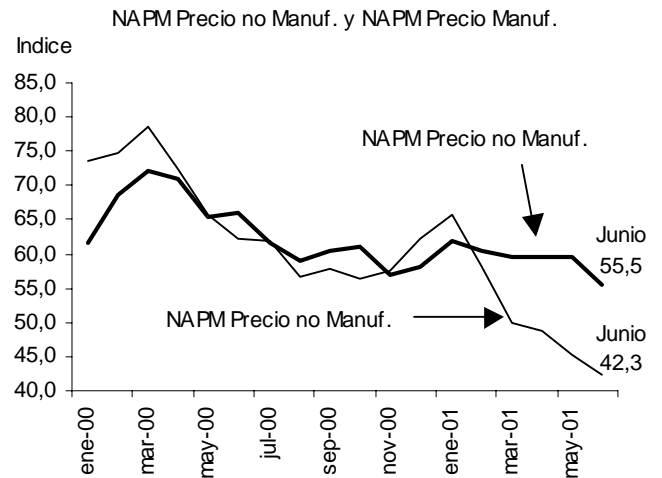
La inflación está controlada...

La desaceleración de la economía y las mayores holguras en el mercado laboral han permitido una desaceleración de la inflación. Esta, que a principios de años se encontraba en 3,7% anual, en julio fue 2,7% anual, convergiendo la inflación total y la inflación subyacente. Los indicadores que anticipan la inflación muestran que esta se mantendrá bajo control. El NAPM de precios ha bajado significativamente indicando que los empresarios, tanto del sector manufacturero como no manufacturero no ven presiones inflacionarias. El principal riesgo inflacionario es la devaluación que ha experimentado el dólar el último mes. Esta alcanza al 6% respecto al Euro y 4% respecto al Yen.



Condiciones monetarias más relajadas ...

Las condiciones monetarias han seguido relajándose. El FED, en su reunión de política monetaria del 21 de agosto, rebajó una vez más en un cuarto de punto porcentual la tasa objetivo de la política monetaria (FED FUND), dejándola en 3,5%. Con esto, las tasas de interés de corto plazo han bajado más de 300 puntos bases entre agosto de este año y el segundo semestre de 2000. A su vez, las tasas largas han bajado cerca de 100 puntos base. Este efecto se ha visto parcialmente compensado por la caída en la bolsa que alcanza a 5% en igual período, que tiene un efecto contractivo a través del efecto riqueza y el aumento del costo de levantar capital para financiar las inversiones. A su vez, el tipo de cambio no tiene un efecto definido ya que en el mismo período se ha depreciado respecto al Euro y apreciado respecto al Yen.



CONDICIONES MONETARIAS

	Prom. Jul-Dic 2000	23-ago-01	Cambio (ptos base)
Fed Fund	6,50	3,50	-300
Libor 3M	6,70	3,51	-318
Bono 10Y	5,72	4,88	-83
Bolsa	10744	10.238	-5%
US\$/YEN		119,8	10%
US\$/EURO		0,9	-3%

En cuanto a las expectativas en materia de tasas de interés, aún habría espacio para que el Fed baje una vez más la tasa de política en 25 puntos bases. Es importante destacar que a pesar de la disminución en la tasa de interés real (Libor a 3

meses menos la inflación), la que actualmente es menor a 1%, sigue siendo aún mayor que la tasa real con que la economía salió de su última recesión a principios de los noventa. Actualmente el Banco Central de Estado Unidos enfrenta dos riesgos. El primero, es que la caída en el precio de los activos financieros junto a la disminución del empleo y la desaceleración de la economía mundial lleven a una disminución adicional del gasto familiar, lo que profundizaría la crisis económica. En este escenario el FED tendría que seguir bajando la tasa de interés. El segundo riesgo es que las expectativas de debilitamiento de la economía americana lleven a que los inversionistas saquen sus inversiones del país. Esto produciría una devaluación del dólar y un aumento de las presiones inflacionarias en EE.UU. Antes este escenario el FED no tendrá espacio para seguir bajando la tasa de interés. Este es un riesgo que ha estado latente en EE.UU durante los últimos años.

Como se aprecia en el cuadro, en EE.UU la tasa de inversión respecto al producto interno bruto (PIB) pasó de 20% el año 1997 a cerca del 22% el año 2000, sin embargo, el ahorro doméstico sólo aumentó en 0,2% del PIB, en igual período. Esto llevó a un aumento significativo del déficit en cuenta corriente, que es igual al ahorro externo, el que el año pasado alcanzó US\$ 445 billones, equivalente al 4,5% del PIB. La principal forma en que EE.UU consiguió este ahorro externo fue a través de inversiones de portafolio, las que alcanzaron US\$ 309 billones. Esto ha llevado a que EE.UU. tenga una posición neta de inversiones internacionales de menos US\$ 1.800 billones. Como las perspectivas son que se mantenga esta situación de déficit en cuenta corriente, la economía sigue siendo altamente vulnerable a las expectativas de los inversionistas extranjeros.

Conclusión

La economía americana aún no muestra que el proceso de desaceleración ha concluido, sin embargo, existe una alta posibilidad que hacia fines de año la economía haya retomado

Tasa de Interés Real



Dependencia del Ahorro Externo

	1997	1998	1999	2000	2001	2002
(como porcentaje de la actividad económica nacional, PIB)						
Inversión Doméstica	19,9	20,8	21,1	21,8	26,4	20,2
Tasa de Ahorro Nacional	19,1	18,8	19,5	18,3	17,5	17
Ahorro del Gobierno	2,9	3,2	4	5,3	4,9	4,6
Ahorro Privado	16,2	15,7	14,4	13	12,5	12,4
Ahorro de las Empresas	13,1	12,8	12,9	13,1	13	12,8
Ahorro de las Familias	3,1	3,1	1,5	-0,1	-0,5	-0,2
Ahorro Externo (1)	-1,7	-2,5	-3,5	-4,5	-4,2	-4,1
(en billones de dólares)						
Ahorro Externo (Déficit en la cuenta corriente)	140	217	324	445	-432	-442
Inversión Extranjera directa	1	36	146	135		
Inversión Extranjera neta de portafolio	290	147	215	309		
Otros	-111	34	-37	1		

(1) La inversión es exactamente igual al ahorro nacional más el ahorro externo por las ganancias de capital y discrepancias estadísticas

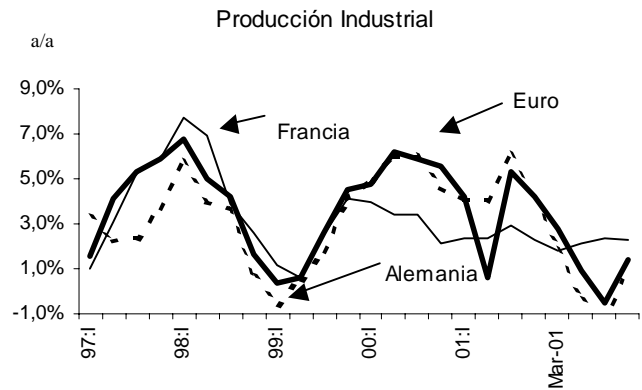
una senda de crecimiento positiva. Se proyecta que este año la economía termine creciendo 1,5% y el próximo lo haga en 2,5%. Sin embargo, aún hay riesgos latentes como una desaceleración del gasto familiar producto de la caída en el precio de los activos financieros y el aumento en el desempleo, y una devaluación del dólar que impida que el Fed pueda seguir bajando las tasas de interés. De materializarse el primer riesgo, el Fed bajaría una vez más la tasa de interés en 25 puntos bases.

4

ZONA EURO

La desaceleración podría estar llegando a su fin...

La desaceleración de las economías del área Euro se manifestó con fuerza el segundo semestre, sin embargo, los últimos datos estarían indicando que podría estar llegando a su fin. La producción industrial del área Euro creció sólo 0,6% anual el segundo trimestre después de haber crecido 4,1% anual el primer trimestre. Sin embargo, el dato marginal de junio arrojó una tasa de crecimiento anual de 1,4%. En Alemania la tasa de crecimiento promedio del segundo trimestre fue menos 0,3% anual, pero en junio creció 1,0% anual. A su vez en Francia se ha mantenido la tasa de crecimiento de la producción industrial en torno a 2,3%. Sin embargo, en Italia, Bélgica, Dinamarca, Holanda y España las tasas de crecimiento fueron negativas en mayo. Con esto, se proyecta que el crecimiento más bajo se habría producido el segundo trimestre de este año y hacia el tercer trimestre comenzaría una recuperación gradual. Para este año la tasa de crecimiento sería 1,9% anual y para el próximo se proyecta una tasa de 2,2%.



La demanda agregada se desacelerará el segundo trimestre...

Los indicadores de demanda muestran claramente la magnitud de la desaceleración que se produjo el segundo trimestre. En efecto, mientras las ventas al detalle crecieron 2,1% anual el primer trimestre,

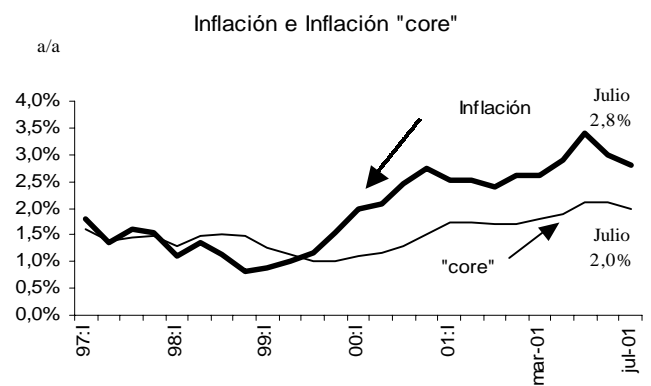
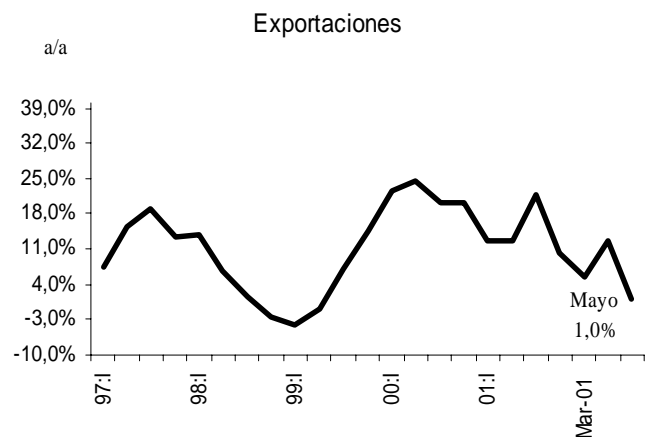
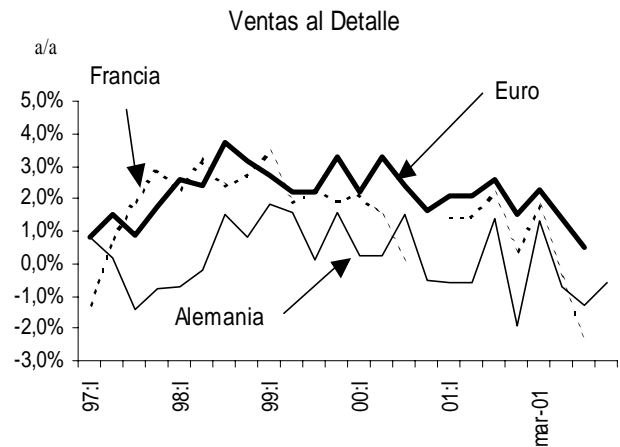
	Dic. 00	Ene. 01	Feb. 01	Mar.01	Abr.01	May.01	Jun.01	Jul.01		1999	2000	2001p	2002p
Prod. industrial (a/a)	8,1%	5,5%	4,3%	2,8%	0,9%	-0,5%	1,4%		(%)	2,6	3,4	1,9	2,2
Ventas al Detalle	1,7%	2,6%	1,6%	2,3%	1,4%	0,5%			PIB real (a/a %)	3,0	2,7	-	-
Exportaciones (a/a)	12,8%	22,1%	10,5%	6,0%	12,6%	1,0%			Cons. Priv.	5,5	4,9	-	-
Importaciones (a/a)	17,3%	22,1%	9,4%	6,7%	13,7%	0,3%			FBKF	9,9	9,0	8,4	8,1
Tipo de Cambio real	89,2%	90,7%	90,3%	90,6%	90,4%	89,4%	88,8%	89,2%	Desempleo	1,2	2,4	2,3	1,7
IPC (a/a)	2,6%	2,4%	2,6%	2,6%	2,9%	3,4%	3,0%	2,8%	Inflación	-1,7	-0,4	-1,3	-1,2
IPC core (a/a)	1,5%	1,7%	1,7%	1,8%	1,9%	2,1%	2,1%	2,0%	Saldo Fiscal (% PIB)	27,0	-9,8	-6,6	3,0
M3	5,0%	4,9%	4,8%	4,8%	4,6%	4,9%	5,5%		C. Corriente US\$b/n				
Tasa de desempleo	8,7%	8,5%	8,4%	8,4%	8,3%	8,3%	8,3%						

éstas sólo lo hicieron en 1% anual el segundo trimestre. Las principales causas de la desaceleración de la demanda agregada están en la falta de políticas estabilizadoras expansivas y la desaceleración de la economía mundial. Como se verá más adelante, la evolución que había mostrado hasta ahora la tasa de inflación impedía que el Banco Central Europeo actuará más decididamente sobre la tasa de interés. Ahora, con la desaceleración de la tasa de inflación y la fortaleza ganada por el Euro se genera el espacio para que las tasas de interés bajen y esto estimule la demanda agregada.

La demanda externa ha seguido deteriorándose producto de la profunda desaceleración de la economía mundial. Las exportaciones que ya se habían desacelerado a una tasa de 12,5% anual el primer trimestre redujeron su tasa de crecimiento a 6,8% el segundo trimestre, y el dato marginal de junio muestra un crecimiento de sólo 1%. Estos resultados sumados a la lenta recuperación que mostrará la economía mundial, hacen proyectar que las exportaciones seguirán rezagadas.

Al fin la inflación comenzó a ceder

La tasa de inflación fue 2,8% anual en julio, después de haber llegado a 3,4% anual en mayo. Esto muestra claramente las menores presiones inflacionarias en el área Euro, lo que también se refleja en la tasa de inflación subyacente que bajo a 2,0% en junio. Así, al menos la inflación subyacente se encuentra dentro del rango meta que mantiene el Banco Central Europeo. Esto sumado a la apreciación que ha estado experimentado el Euro en las últimas semanas y la variación en doce meses negativa que tendrían los precios de la energía, de mantenerse los precios actuales, hace proyectar una baja significativa de inflación en los próximos meses.



Inflación controlada abre espacios para la reducción en la tasa de interés...

Al fin el Banco Central Europeo verá la tasa de inflación convergiendo a su meta rango y podrá usar la tasa de interés para estimular su economía. En efecto, hasta ahora el BCE había enfrentado el dilema de mantener la tasa de interés para controlar la inflación o bajarla para estimular la economía, corriendo el riesgo de que si la inflación se aceleraba perdiera credibilidad y se siguiera debilitando su moneda. Sin embargo, hoy la inflación está disminuyendo, la inflación subyacente está en el rango meta, el Euro se ha apreciado y la desaceleración que ha experimentado la economía bajó las presiones inflacionarias que venían del mercado laboral. Así, hoy están dadas todas las condiciones para que el BCE en su última reunión de agosto o primera de septiembre rebaje la tasa de interés en 25 puntos bases, no descartando que lo haga en 50 puntos bases.

De concretarse esta baja, las condiciones monetarias se relajarían significativamente y compensarían el efecto contractivo de la caída en el precio de los activos bursátiles y la apreciación de la moneda.

El Euro se recupera antes de debutar..

El 1° de enero de 2002 debutará el Euro como moneda de cambio. Si bien el Euro fue introducido el primero de enero de 1999, como no ha existido físicamente ha obligado a que las transacciones se sigan pagando en moneda local, y por ende, que los precios se fijen en las monedas locales. Esto ha llevado a que coexistan dos tipos de moneda en cada país, el Euro y la moneda local. A partir del 1° de enero de 2002, habrá sólo una unidad de cuenta y todos los precios se fijarán en Euros.

Los billetes del Euro para cada denominación

CONDICIONES MONETARIAS			
	Prom. Jul-Dic 2000	23-ago-01	Cambio (ptos base)
Tasa de política	4,54	4,50	-4
Libor 3M	4,88	4,31	-57
Bono 10Y	5,17	4,84	-33
Bolsa	1446	1155	-20%

serán iguales en todos los países, en cambio, las monedas tendrán un lado igual en todo los países y un lado que será distintivo de cada país.

La fecha exacta del cambio y retiro de las monedas locales es distinto para cada país. Pero en general la idea es que entre el 1° de enero de 2002 y el 28 de febrero de ese año, circularán las monedas locales y los euros. Luego, entre el 1 de marzo de 2001 y el 30 de junio de 2002 sólo se podrá cambiar moneda local por Euros en las instituciones financieras y después de esta fecha sólo se podrá cambiar en los bancos centrales.

Conclusión

Las economías del área Euro se desaceleraron significativamente el segundo trimestre, pero hay señales de recuperación hacia el tercer trimestre. La inflación se ha estado reduciendo y las perspectivas son que se mantenga esta tendencia, debido a las holguras en materia laboral, la apreciación del Euro y la caída en doce meses que experimentarán los precios de la energía. Esto hace prever que el BCE bajará las tasas de interés 25 puntos bases a fines de agosto o en la primera reunión de septiembre y que esta baja puede llegar a 50 puntos bases. El Euro debería seguir apreciándose hasta llegar a una relación uno a uno con el dólar.

5 JAPÓN

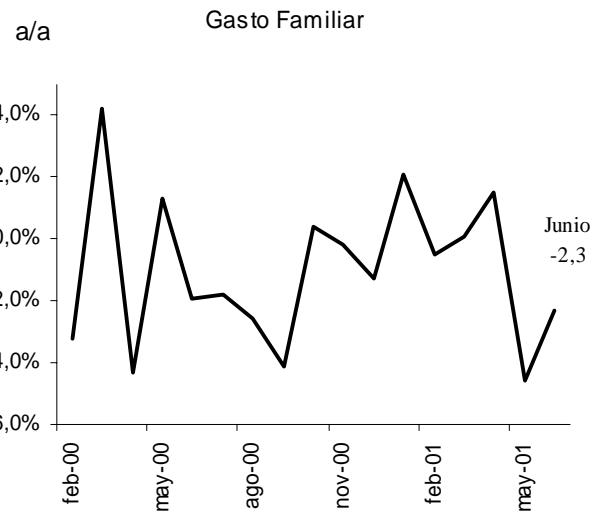
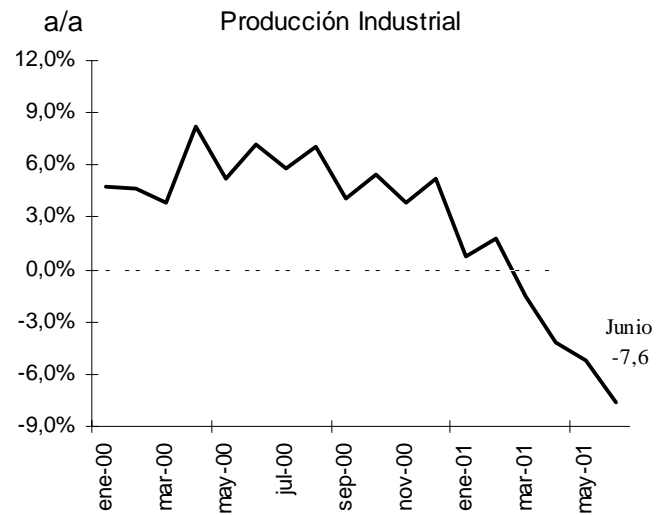
Continúa la desaceleración de la economía japonesa...

Definitivamente, Japón está entrando en un nuevo ciclo recesivo y no se ven perspectivas de recuperación. La producción industrial que creció en promedio el primer trimestre 0,3%, tuvo una caída promedio de 5,6% el segundo trimestre. Y el dato marginal de junio muestra una caída anual de 7,6%. Estos resultados indican que Japón no ha sido capaz de reencontrarse con una senda sostenida de crecimiento y todos los estímulos fiscales terminan en una nueva recesión. Con estos resultados, las perspectivas de crecimiento para este año son de -1% y para el próximo año un crecimiento nulo, ya que como se verá todas las soluciones en Japón implican un nuevo proceso de ajuste que en el corto plazo no traería crecimiento.

Todos los indicadores de demanda se caen.....

Todos los componentes de la demanda agregada muestran una caída en el segundo semestre, por lo cual no se ve cuál va a ser el componente de la demanda agregada que generará incentivos para que aumente la producción. El gasto de familias que había crecido, en promedio, 0,4% anual el primer trimestre tuvo una caída promedio de 3,6% anual el segundo trimestre.

La inversión que era el único componente de la demanda agregada que mostraba algún crecimiento



	Dic. 00	Ene. 01	Feb. 01	Mar.01	Abr.01	May.01	Jun.01	Jul.01		1999	2000	2001p	2002p
Prod. industrial (a/a)	5,3%	0,8%	1,8%	-1,5%	-4,1%	-5,2%	-7,6%		PIB real (a/a %)	0,8	1,7	-0,9	0,0
Tankan Emp. Manf.	10,0			-5,0		-16,0			Cons. Priv.	1,2	0,5	-	-
Gastos familiar (a/a)	2,1%	-0,5%	0,1%	1,5%	-4,6%	-2,3%	-3,8%		FBKF	-0,8	1,1	-	-
Ordenes de maq. (a/a)	13,5%	0,8%	5,9%	5,7%	10,5%	4,3%	-9,5%		Desempleo	4,7	4,7	5,3	5,2
Exportaciones (a/a)	6,6%	-0,9%	1,3%	-0,2%	-1,1%	-0,9%	-7,8%	-6,5%	Inflación	-1,5	-0,2	-0,2	-0,1
B. Comercial (US\$ bn)	7,3	-0,8	7,6	7,9					Saldo Fiscal (% PIB)	-11,8	-12,1	-11,5	-10,5
IPC (a/a)	-0,2%	0,1%	-0,1%	-0,4%	-0,4%	-0,5%	-0,5%		C. Corriente US\$bn	106,8	117,3	115,4	124,0
IPC core (a/a)	-0,6%	-0,5%	-0,6%	-0,6%	-0,5%	-0,7%	-0,6%		% PIE	2,4	2,5	2,7	2,8
M2+CDs	2,2	2,4	2,7	2,6									
Tasa de desempleo	4,9%	4,9%	4,7%	4,7%	4,8%	4,9%	4,9%						

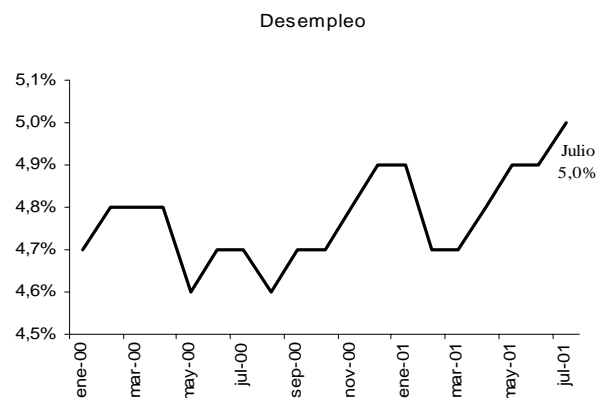
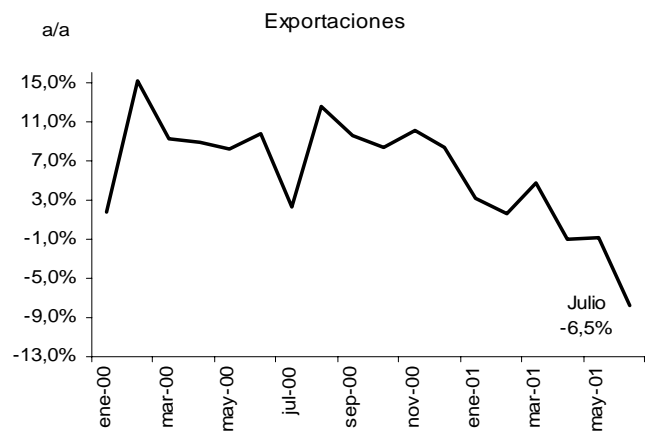
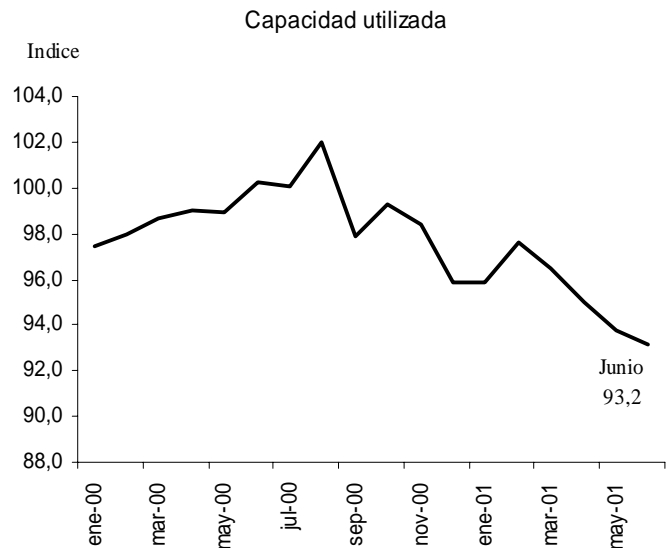
también se desaceleró el segundo trimestre. En efecto, la tasa de crecimiento de las órdenes de maquinarias pasó de un crecimiento medio de 4,1% anual el primer trimestre a un crecimiento medio de 1,8% el segundo trimestre. Con esto, se confirman los resultados de la encuesta Tankan que mostraba las malas expectativas que tenían las empresas. Esto es consistente con la baja que ha experimentado la capacidad utilizada, la que ha estado aumentando persistentemente desde agosto del año pasado.

A su vez las exportaciones, que fueron el motor del crecimiento el año pasado, han venido desacelerándose y el segundo trimestre cayeron en 3,2% anual, después de haber crecido 3,1% anual el primer trimestre y a una tasa media de 9% anual el año 2000. Más aún, el dato marginal de julio muestra una caída 6,5% anual. Esta caída de las exportaciones se debe a la desaceleración que está experimentando la demanda agregada mundial producto de la desaceleración que están observando prácticamente todas las economías del mundo. Dada las actuales condiciones de la economía japonesa, la única posibilidad de que se recupere su economía es que vuelvan a crecer sus exportaciones. Para esto se requiere primero que se recupere la economía americana y que el tipo de cambio de Japón se deprecie. En este sentido, la apreciación del Yen que ha estado ocurriendo los últimos días en nada favorece la recuperación de las exportaciones.

Continúa la Deflación...

La desaceleración de la economía japonesa se refleja cada día más en las tasas de desempleo, las que por largo tiempo no se ajustaron en Japón. El dato para julio muestra una tasa de desempleo de 5%, la más alta después de la segunda guerra mundial. El aumento en el desempleo implica menores expectativas de recuperación de la demanda interna. Sin embargo, es un indicador de que las empresas están haciendo los ajustes por tanto tiempo postergados.

La inflación ha sido por largo tiempo el mejor



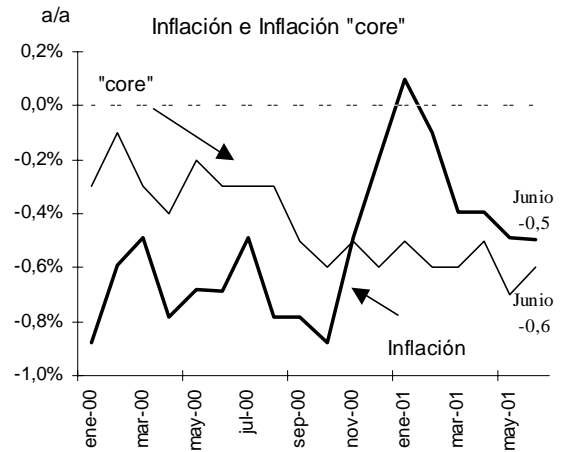
indicador de la situación recesiva que vive Japón. La inflación en junio fue -0,5% anual y la inflación subyacente fue -0,6% anual, en igual mes. Con esto se completan 30 meses de deflación y sin duda esta es una de las grandes preocupaciones del Banco Central de Japón.

Más política monetaria expansiva...

Para hacer frente a la situación de desaceleración de la economía y deflación de precios, el Banco Central de Japón volvió a aumentar su meta cuantitativa de reservas. Así, el nivel de reservas objetivos de los bancos aumentó de 5 trillones de yenes a 6 trillones de yenes, y se aumentó la compra de título del gobierno de 400 billones de yenes a 600 billones de yenes. Con esto las condiciones monetarias se volvieron a relajar. Sin embargo, dadas las malas condiciones de negocios y los debilitados ingresos familiares, es difícil prever que los bancos estén dispuestos a aumentar el crédito. Por lo tanto, el efecto de estas medidas será menor y servirá sólo para compensar el efecto contractivo que está teniendo la política fiscal.

Conclusión

Las expectativas para Japón no son buenas. Mientras no se recupere la economía mundial, las exportaciones japonesas no se recuperarán, y esta es la única alternativa de crecimiento sano que tiene Japón. Las tasas de interés seguirán cerca de cero por un largo tiempo y el yen debería volver a depreciarse.



CONDICIONES MONETARIAS			
	Prom. Ene-Jun 2001	23-ago-01	Cambio (ptos base)
Fed Fund	0,11	0,01	-10
Libor 3M	0,22	0,07	-15
Bono 10Y	1,33	1,40	7
Bolsa	13343	11127	-17%

ANEXO 1

CRECIMIENTO MUNDIAL

País	% Exportaciones 2000	% PIB Mundial	Promedio 1990-1998	1999	2000	2001p	2002p	2001t	2001tt
Estados Unidos	21,7%	33,1%	2,9%	4,2%	4,1%	1,6%	2,6%	1,3%	0,7%
Japón	18,0%	11,5%	1,8%	0,2%	1,5%	-0,9%	0,2%	0,5%	-4,5%
Reino Unido	7,6%	4,8%	1,9%	2,2%	3,1%	2,2%	2,8%	1,8%	1,2%
ZONA EURO	19,4%	20,9%	2,0%	2,6%	3,4%	1,9%	2,2%	2,1%	0,6%
Alemania	3,2%	7,1%	2,3%	1,6%	3,1%	0,9%	1,6%	1,4%	-1,0%
España	2,7%	2,7%	2,3%	4,0%	4,1%	3,0%	2,9%	4,1%	2,0%
Francia	4,4%	5,0%	1,6%	2,9%	3,4%	2,2%	2,2%	1,9%	1,5%
Holanda	3,2%	1,4%	2,8%	3,9%	3,9%	1,5%	2,3%	-0,8%	1,5%
Italia	5,8%	4,7%	1,4%	1,4%	2,9%	2,0%	2,1%	3,2%	-0,5%
AMÉRICA LATINA	20,3%	8,8%	3,3%	0,9%	3,9%	0,0%	3,0%	0,2%	-1,5%
Argentina	4,5%	1,4%	5,1%	-3,2%	-0,5%	-1,5%	1,5%	-0,8%	-1,0%
Brasil	6,9%	4,1%	2,0%	1,1%	4,5%	0,7%	1,8%	1,6%	-3,9%
México	5,8%	2,9%	3,3%	3,7%	6,9%	0,5%	4,4%	-1,4%	-1,0%
Perú	3,1%	0,5%	3,8%	1,4%	3,6%	-0,3%	5,0%	1,6%	2,0%
ASIA EMERGENTE	12,9%	20,9%	7,8%	8,6%	8,2%	4,6%	6,6%	5,7%	2,6%
Corea del Sur	5,7%	2,4%	5,7%	10,7%	8,8%	2,5%	5,0%	1,2%	1,8%
China	6,3%	16,9%	10,0%	7,1%	8,0%	7,5%	8,5%	11,0%	5,0%
Taiwán	0,9%	1,5%	6,2%	5,4%	5,9%	-2,4%	4,0%	-2,6%	-8,8%
Crecimiento PIB Mundial ponderado PPP				3,7%	4,4%	2,2%	3,3%	2,9%	0,4%
Crecimiento PIB Mundial ponderado Exportaciones				2,9%	3,9%	1,3%	2,7%	1,7%	-0,4%

6

UN ANÁLISIS DE LAS UTILIDADES RECIENTES DE LA BANCA: MAYORES SPREADS, MAYOR EFICIENCIA, EFECTO CONTABLE O MAYORES GANANCIAS TRANSITORIAS?

Carlos Budnevich Le-Fort

En las últimas semanas hemos sido testigos de un acalorado debate respecto del comportamiento de las utilidades de los bancos, de los spreads bancarios (diferencia entre tasas de colocación y tasas de captación) y de la velocidad de traspaso de las reducciones de las tasas de interés de política monetaria del Banco Central a las tasas de interés del mercado bancario. Este breve documento intenta explicar técnicamente las causas de las mayores utilidades de la banca, comparando básicamente las utilidades anualizadas a junio del 2000 y aquellas acumuladas a junio del 2001.

Mientras la rentabilidad anualizada neta sobre el capital del sistema financiero alcanzó cerca de un 10% a junio del 2000, dicho indicador creció 18,7% a junio del 2001, lo que equivale a un incremento neto de rentabilidad anualizada de 8,74%. Esta rentabilidad puede deberse a flujos efectivos de fondos generados por los bancos en el giro de sus negocios asociados a spreads y comisiones, y a menores gastos por concepto de administración y el pago del impuesto a la renta. También influyen en este resultado ingresos extraordinarios transitorios y/o de carácter contable.

Estos ingresos extraordinarios de carácter transitorio se generan por diversos motivos y se relacionan con recuperaciones extraordinarias de cartera crediticia impaga, ventas de activos además de otros ingresos netos y resultados por operaciones de cambios. También los bancos obtienen resultados de carácter más contable asociados a diferencias de precios por cambios en la valorización de las inversiones financieras, resultados por corrección monetaria y gastos por

provisiones de la cartera de activos asociados a la evolución de la calidad de la cartera. Al comparar este tipo de resultados entre junio 2000 y junio 2001, un 2,1% de mayor rentabilidad del capital se deben a ingresos netos de carácter extraordinario y/o de carácter contable. Destacan como aportes sustantivos a lo anterior, el aumento de los otros ingresos de operación por 1,91%, los ingresos no operacionales por 1,22%, las mayores diferencias de precios por 1,54% producto de la favorable revalorización de las inversiones financieras de los bancos como consecuencia de la reducción verificada en las tasas de interés en el período y una reducción sustancial en el gasto en provisiones equivalente a un 4,87% del capital y reservas de los bancos, lo que evidencia una marcada desaceleración del deterioro de la cartera de activos de la banca. Las utilidades de cambio caen en forma sustancial y representan una menor rentabilidad del capital de 4,43%.

Tal como se muestra en el cuadro 1, los ingresos netos asociados a flujos de caja efectivos y mayormente relacionados con la operación del negocio explican el resto de la mayor rentabilidad obtenida, vale decir 6,64% de la mayor rentabilidad del capital obtenida.

Cuadro N°1
Estado de Resultados Comparados

Resultados Anualizados (%kyr)	Jun-99	Jun-00	Jun-01	dif. 00-99	dif. 01-00
Ingresos y Egresos de Caja	23,10%	18,61%	25,25%	-4,48%	6,64%
intereses ganados	110,85%	103,23%	95,44%	-7,63%	-7,78%
reajustes percibidos y devengados	23,11%	32,60%	23,88%	9,49%	-8,70%
intereses pagados	-65,15%	-60,64%	-49,06%	4,50%	11,59%
reajustes pagados y devengados	-16,69%	-28,49%	-17,86%	-11,80%	10,64%
comisiones coloc. cont. y cartas de crédito	2,63%	2,57%	2,42%	-0,07%	-0,15%
resto comisiones	0,47%	0,40%	0,38%	-0,08%	-0,01%
gastos de apoyo operacional	6,76%	6,06%	7,26%	-0,70%	1,20%
impuesto a la renta	-37,51%	-36,26%	-34,90%	1,26%	1,36%
	-1,39%	-0,85%	-2,33%	0,54%	-1,48%
Ingresos/Egresos Transitorios/Contables	-12,01%	-8,63%	-6,53%	3,39%	2,10%
otros ingresos de operación	0,21%	0,54%	2,45%	0,33%	1,91%
ingresos provenientes de ejer anteriores	3,80%	4,35%	0,29%	0,54%	-4,05%
ingresos no operacionales	1,62%	1,03%	2,23%	-0,59%	1,22%
diferencias de precio	2,77%	1,26%	2,80%	-1,51%	1,54%
utilidades de cambio	2,80%	4,72%	0,29%	1,92%	-4,43%
corrección monetaria	-1,62%	-2,74%	-1,71%	-1,12%	1,04%
gastos en provisiones	-19,84%	-16,96%	-12,20%	2,88%	4,76%
provisiones voluntarias	-1,75%	-0,82%	-0,71%	0,93%	0,11%
Utilidad Neta	11,08%	9,98%	18,72%	-1,10%	8,74%
Memorandum					
Intereses y Reajustes Netos	52,13%	46,69%	52,43%	-5,44%	5,73%

Del cuadro anterior se desprende que, contribuyen de manera positiva al incremento de la rentabilidad, la búsqueda permanente de la banca por ganar eficiencia producto de las fusiones, de

la búsqueda de mayores economías de escala y de ámbito así como también por un afán de recortar gastos para poder hacer frente a la crisis económica del 98 y 99, con el objeto de compensar en parte el consecuente deterioro de la cartera. Es así como los gastos de apoyo operacional continúan cayendo como proporción del capital y aportan un extra de rentabilidad del capital anualizada de 1,36%, en el período bajo análisis.

Debido al creciente proceso de tarificación de productos y también como consecuencia de la autorización de nuevos negocios en los bancos tales como el corretaje de seguros no previsionales, el sistema financiero ha podido generar mayores ingresos por concepto de otras comisiones por el equivalente de 1,2% de rentabilidad adicional del capital.

De otra parte, los mayores retornos generados han significado que los bancos han debido pagar un mayor impuesto a la renta, lo que significa una sustracción de rentabilidad del capital equivalente a 1,5%.

Junto al comportamiento anterior, es importante mencionar la leve caída en los ingresos por comisiones por operaciones contingentes y operaciones en letras de crédito, medidos como porcentaje del capital y reservas. Utilizando un indicador de activos hipotecarios en letras de crédito promedio del período junio 2000-junio 2001 en relación al capital y reservas del sistema financiero a junio del 2001, y de la razón de activos contingentes promedio del período junio 2000-junio 2001 a capital y reservas de junio de 2001, podemos obtener las comisiones implícitas promedios anuales que cobra el sistema financiero para operaciones hipotecarias en letras de crédito y para operaciones contingentes. Los resultados se presentan en el cuadro 2.

Cuadro N°2
Márgenes sobre Operaciones Hipotecarias y Contingentes

	Jun-00	Jun-01
Activos hipotecarios prom (veces kyr)	1,73	1,70
Activos contingentes prom (veces kyr)	0,59	0,55
% comisiones hipotecarias (anual)	1,48%	1,43%
% comisiones contingentes (anual)	0,67%	0,70%

En el caso de las operaciones hipotecarias, el sistema financiero muestra una reducción de dichas comisiones implícitas calculadas de 1,48% a 1,43% lo que constituyen buenas noticias para los consumidores en términos de los menores spreads pagados por estas operaciones. En el caso de las operaciones contingentes, se produce un muy leve incremento en las comisiones implícitas de 0,67% a 0,7% anual. Es destacable que en este tipo de operaciones la banca no esté cobrando más y por el contrario se observa más bien una leve reducción en la incidencia de estas operaciones en los retornos sobre el capital y reservas.

Por otra parte, y como se desprende del cuadro 1 tanto los intereses y reajustes ganados como los pagados, en proporción al capital y reservas del sistema financiero, se han reducido en forma sustancial en el último año. Sin embargo, las reducciones han sido más acentuadas en el caso de los intereses y reajustes pagados, lo que se refleja en un aumento en un año en términos anualizados de 5,73% en los intereses y reajustes netos ganados expresados como proporción del capital y reservas. En este comportamiento pueden incidir una serie de efectos tales como un aumento de los spreads, un incremento en los activos que generan intereses y reajustes debido a una mayor expansión crediticia financiada por medio de una reducción de los activos líquidos mantenidos que no generan retorno y a una relativa estabilidad de la cartera vencida y a una expansión de los pasivos inclinada más intensivamente hacia una expansión más dinámica de los pasivos sin costo, lo que es coherente con el comportamiento evidenciado en los agregados monetarios.

En suma, existen 3 causas que podrían explicar este fenómeno: a) un incremento de los spreads; b) una mayor relación de activos a capital; c) una recomposición de los activos hacia activos generadores de ingresos y de los pasivos hacia pasivos sin costo. Interesa sobremanera en este estudio identificar las distintas fuentes y efectos que explican los mayores intereses y reajustes netos obtenidos por la banca.

Profundizando un poco más el análisis, es posible obtener una visión más completa de las causas que están detrás de los mayores intereses y reajustes netos obtenidos por la banca como proporción del capital. Tal como se podía esperar ha habido un aumento de los activos productivos promedio (expresados en veces el capital y reservas) de 8,4 a 8,46 producto de una mayor expansión de las colocaciones productivas, una cierta estabilidad del porcentaje de cartera vencida y una reducción de la liquidez mantenida por la banca. Por otra parte y coherente con la expansión verificada en los agregados monetarios en el último tiempo, el financiamiento a través de pasivos con costo se ha hecho menos intensivo, al priorizarse la expansión a través de los pasivos a la vista. De hecho, los pasivos con costo expresados en veces el capital y reservas se han reducido de 7,16 veces a 6,98 veces en el período en promedio. Utilizando la información de intereses y reajustes ganados (pagados) como proporción del capital así como la evolución de los activos (pasivos) que generan (pagan) intereses y reajustes, es posible obtener medidas implícitas de tasas de interés y reajustes ganados y pagados. En el cuadro 3 se observan los resultados que muestran que las tasas de interés activas nominales implícitas caen de 16,17% en junio 2000 a 14,11% en junio 2001, mientras las tasas de interés pasivas nominales caen más acentuadamente de 12,46% a 9,59% en igual período. En consecuencia, el *spread* implícito medio para el sistema financiero sube de 3,71% a 4,52%, vale decir cerca de 0,8%.

Cuadro N°3

Spreads, Activos Productivos y Pasivos Costosos

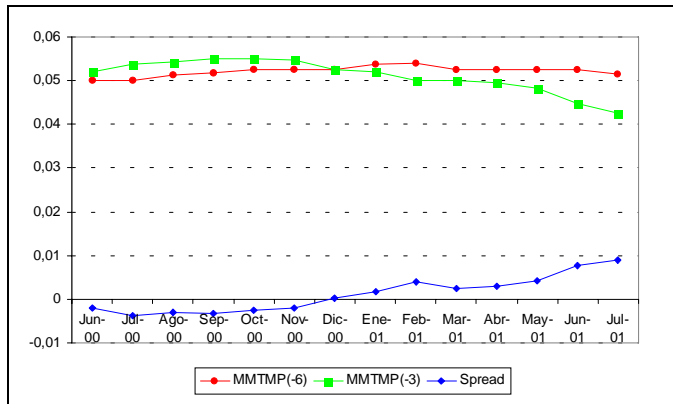
	Jun-00	Jun-01
Tasa activa nominal implícita	16,17%	14,11%
Tasa pasiva nominal implícita	12,46%	9,59%
spread	3,71%	4,52%
activos productivos (veces kyr)	8,40	8,46
pasivos con costo (veces kyr)	7,16	6,98
(actprod-pascost) (veces kyr)	1,24	1,48
tasa act*(actprod-pascost)	20,12%	20,90%
spread*pascost	26,57%	31,53%
intereses y reaj netos %kyr	46,69%	52,43%
dtasaact*(actprod-pascost)jun00		-2,56%
tasa acju01*dacpro- tasa paju01*dpacos		2,53%
dspread*pascostjun00		5,77%

Nota: d= operador de variación

A fin de descomponer el incremento observado en la rentabilidad del capital y reservas producida por los mayores intereses y reajustes netos obtenidos por la banca en proporción del capital, encontramos tres factores que inciden en dichos movimientos y que se muestran en el cuadro 3: a) mayores activos generadores en relación a pasivos con costo, efecto que contribuye positivamente a la mayor rentabilidad por el equivalente de 2,53%; b) un aumento del *spread*, que incide en una mayor rentabilidad de 5,77%; c) una menor rentabilidad derivada de la reducción de las tasas activas por 2,6%.

Resulta interesante ahora explorar por qué los *spreads* implícitos medidos pueden haber aumentado en un año en 0,8% anual. Una causa puede tener que ver con el descalce de plazos y de tasas de interés que generalmente presentan los bancos. En efecto los activos productivos (colocaciones efectivas vigentes excepto contingentes e hipotecarias en letras de crédito más las inversiones financieras) tienden a ser más largos y a repreciarse en términos de tasas de interés más lentamente que los pasivos con costo. En lo que sigue supondremos que los activos de la banca tienen una reprecación cada 180 días mientras que los pasivos lo hacen cada 90 días. Suponiendo una distribución uniforme en el tiempo del período en que dichos activos y pasivos se contratan y que las tasas activas y pasivas siguen en forma perfecta a la tasa de instancia monetaria, es posible calcular un promedio móvil de tasas de interés a 6 meses y 3 meses respectivamente en función de la tasa de instancia monetaria (lo que resulta coherente con los plazos supuestos para activos y pasivos), y obtener una simulación de la conducta esperada de la tasa de interés reajutable activa y pasiva media en el período junio 2000-junio 2001. Los resultados se muestran en el gráfico No 1, que se presenta a continuación.

Gráfico N°1



El gráfico demuestra que debido al mayor plazo para repreciarse que tienen los activos en relación a los pasivos, en un período de rebajas de tasas de interés como el vivido el último año, es natural que la brecha o *spread* entre las tasas medias activas y las tasas medias pasivas se incremente. De hecho, nuestra simulación indica que el *spread* simulado se incrementó un 1% entre junio del 2000 y junio del 2001, lo que resulta plenamente coherente con la conducta de la política monetaria y el supuesto de mayores plazos de repreciación de activos en relación a los pasivos. En efecto, de aumentar las tasas de interés de política monetaria, este modelo de simulación predice en estrechamiento de los *spreads* agregados así medidos. Dichos *spreads* debieran estabilizarse en torno a valores más normales, en la medida que las tasas de política monetaria alcancen un nivel más estable, compatible con la estabilidad inflacionaria.

En consecuencia, los mayores *spreads* pueden explicarse por el descalce normal de plazos y de tasas de interés de activos y pasivos de los bancos y el comportamiento expansivo de las tasas de instancia monetaria. Si bien es posible que hayan algunos segmentos del mercado que no han reducido sus tasas de interés marginales por nuevas operaciones, como es el caso de los créditos de consumo de tamaño pequeño (a más de 90 días y por montos menores a UF 200), estos no tienen mayor incidencia a la hora de explicar la mayor rentabilidad de la banca a nivel promedio agregado. En la conducta de los bancos en estos mercados puede estar presente el hecho de que el

riesgo de no pago asociado al desempleo no ha caído. Además los negativos efectos que tuvo la ley de cobranzas al limitar los gastos de cobranza en términos de un porcentaje máximo sobre los créditos, resulta limitativo para cubrir los costos fijos para los deudores pequeños y en consecuencia se traduce en mayores *spreads* de estas operaciones o alternativamente, en que dichos deudores dejan de ser sujetos de crédito para los bancos.

Conclusiones

El incremento de los activos generadores en relación a los pasivos con costos contribuye con una rentabilidad adicional de 2,53%, mientras que la mayor eficiencia y los mayores ingresos por otras comisiones contribuyen con una mayor rentabilidad de 2,56%. Por otro lado, los ingresos netos transitorios/contables aquí definidos también significan una contribución positiva a la rentabilidad adicional de 2,1%.

Otros ingresos financieros de los bancos como las comisiones obtenidas por operaciones contingentes y en letras de crédito revelan una estabilidad agregada en dichos precios.

Por otra parte, el aumento de rentabilidad de la banca asociado a mayores *spreads* no está fundamentado en un aumento estructural de éstos, sino que se explica por la diferencia de plazos entre activos y pasivos y por el movimiento expansivo de las tasas de interés de política monetaria.

Finalmente, es posible, como lo demuestra la información de la Superintendencia de Bancos, que en los segmentos de créditos de consumo pequeños (menores a 200 UF) a plazos mayores que 90 días, las tasas de interés nominales no hayan bajado como consecuencia del mayor riesgo de desempleo, así como por los efectos de la nueva ley de cobranzas. En todo caso, los esfuerzos por transparentar el costo del crédito y por introducir mayor competencia en el sistema financiero a través de una política más abierta de entrega de nuevas licencias bancarias son

desarrollos bienvenidos en el quehacer financiero del país y van en la dirección de incrementar la eficiencia y la competencia en ciertos segmentos del mercado del crédito.