EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1994 Y PERSPECTIVAS PARA 1995

BANCO CENTRAL DE CHILE

Septiembre 1994

BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCION DE LA ECONOMIA EN 1994 Y PERSPECTIVAS PARA 1995*

Septiembre 1994

* Informe presentado al Senado y al Ministro de Hacienda en conformidad al Artículo 80 de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central de Chile

INDICE

PRIMERA PARTE: Perspectivas Económicas y Principales Desafíos la Política Macroeconómica 5

I. Las actuales condiciones 7

I.1 Perspectivas para el resto de 1994 11

II. Políticas Macroeconómicas y Perspectivas para 1995 14

II.1 Política monetaria 14

II.2 Política cambiaria 16

II.3 Política de regulación de los flujos de capitales externos 17

II.4 Perspectivas macroeconómicas para 1995 19

SEGUNDA PARTE: La Economía Chilena y las Políticas Macroeconómicas Vigentes 23

I. Política monetaria 25

I.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés 25

I.2 La evolución de los agregados monetarios y del crédito 29

II. La política y la institucionalidad cambiaria 33

II.1 Política cambiaria 33

II.2 Institucionalidad cambiaria 36

III. Actividad económica, gasto global y empleo 39

IV. Inflación y remuneraciones 45

V. El sector externo 49

V.1 La cuenta corriente 49

V.2 La cuenta de capital 52

V.3 Reservas internacionales y deuda externa 53

VI. El programa monetario y el balance del Banco Central 54

VI.1 El programa monetario 54

VI.2 El balance del Banco Central 54

VI.2.1 Presupuesto de caja 55

VI.2.2 Balance del Banco Central 57

GRAFICOS Y CUADROS

A. Gráficos

1. Indice de precios al consumidor 10
2. Tipo de cambio real 17
3. Tasas de interés medias: mercado y Banco Central 26

4. Tasas de interés de 90 a 365 días en operaciones reajustables 27
5. Documentos licitados del Banco central. Estructura de las tasas de interés reales 28
6. Circulante y dinero privado (M1A) 30
7. Colocaciones del sistema financiero 31
8. Valores del dólar 35
9. Tipo de cambio real efectivo sin América Latina 36
10. Tasa de crecimiento del PIB trimestral 40
11. Crecimiento anualizado de tendencia del producto 41
12. Importaciones de bienes FOB 51

B. Cuadros

1. Proyecciones macroeconómicas para 1994 y 1995 61
2. Balanza de pagos: cifras anuales 62
3. Indices de precios 63
4. Principales agregados monetarios 64
5. Balance patrimonial del Banco Central 65
6. Tipo de cambio observado real 66
7. Tasa de interés de los instrumentos del Banco Central 67
8. Tasas de interés reajustables de 90 a 365 días 68
9. Orígenes y destino de las variaciones de la emisión 69
10. Colocaciones del sistema financiero 70
11. Producto interno bruto trimestral 71
12. Evolución sectorial del producto interno bruto trimestral 72
13. Gasto del producto interno bruto 73
14. Empleo y desocupación en todo el país 74
15. Reajuste inicial real convenido en negociaciones colectivas 75
16A. Indice de remuneraciones por hora 76
16B. Indice de costo de la mano de obra 76
17. Balanza de pagos 77
18. Balanza comercial 78
19. Exportaciones de bienes 79
20. Exportaciones no tradicionales 80
21. Servicios no financieros 81
22. Servicios financieros 82
23. Reservas internacionales brutas del Banco Central 83
24. Deuda externa 84

PRIMERA PARTE

Perspectivas Económicas y Principales Desafíos de la Política Macroeconómica

PRIMERA PARTE

PERSPECTIVAS ECONOMICAS Y PRINCIPALES DESAFIOS DE LA POLITICA MACROECONOMICA

I. LAS ACTUALES CONDICIONES

El comportamiento reciente de las principales variables macroeconómicas se enmarca en una trayectoria de crecimiento e inflación acorde con las proyecciones y metas planteadas por el Banco Central en su informe de septiembre de 1993 a este Honorable Senado. En efecto, se prevé que en 1994 el producto crecerá en torno a 4%, mientras que la tasa de inflación se situaría hacia fines de año en el extremo superior del rango programado, esto es, en alrededor del 11% (Cuadro 1). En el plano externo, sin embargo, y a diferencia de lo ocurrido en 1993, durante 1994 se ha verificado una importante mejoría no anticipada de los términos de intercambio, lo que ha llevado al Banco Central a revisar sucesivamente las proyecciones de las cuentas externas del año. Así, mientras en septiembre de 1993 -en la presentación mencionada- se estimaba un déficit en cuenta corriente de US$ 2.400 millones para 1994, en la actualidad dicho déficit se proyecta en torno a los US$ 1.200 millones, revisión que se explica en gran parte por el mejor resultado esperado en la balanza comercial. En efecto, la balanza comercial se proyecta ligeramente deficitaria, con importaciones de bienes que superarían a las exportaciones en unos US$ 100 millones, resultado que se compara muy favorablemente con las proyecciones iniciales que estimaban para este año un déficit de aproximadamente US$ 960 millones. El apreciable incremento de los volúmenes exportados, así como los mejores precios del cobre y de algunos otros productos principales, y el menor ritmo de crecimiento de las importaciones, son los elementos fundamentales detrás de este resultado (Cuadro 2).

El crecimiento económico de 4% proyectado para 1994, si bien resulta inferior al de años anteriores, constituye un desempeño más que satisfactorio durante un período de ajuste. Dicho ajuste ha inducido, además, un cambio en la estructura del crecimiento hacia un patrón considerablemente más sano y sostenible que el de años anteriores, lo que permitirá retomar, en el futuro cercano, un ritmo de crecimiento más vigoroso. Así, por ejemplo, se espera que el consumo privado crezca entre 2% y 3%, cifra inferior al crecimiento estimado para el producto y el ingreso, con la consiguiente alza del ahorro interno. Por otra parte, se estima que la inversión crecerá a un ritmo similar al del producto, mientras que las exportaciones de bienes y servicios volverán a retomar el liderazgo en el proceso de expansión de la economía, creciendo algo más de 8% en volumen. Este dinámico comportamiento de las exportaciones será el reflejo tanto del importante aumento de las exportaciones no tradicionales, como de la recuperación de algunos rubros de exportaciones principales que fueran afectadas por problemas de mercados externos durante 1993. En otros términos, el crecimiento económico de 1994 será liderado por la demanda externa y, en menor medida, por la demanda interna de bienes de inversión, lo que contrasta con el fuerte dinamismo del sector no transable y la demanda interna que caracterizó a 1993.

El ritmo de crecimiento más moderado proyectado para 1994 es un objetivo que ha sido explícitamente

buscado por la autoridad, a fin de neutralizar las presiones inflacionarias latentes que habían empezado a incubarse en años anteriores. En efecto, durante 1993 y en lo que va transcurrido de 1994, el Banco Central ha mantenido una estricta política monetaria -hecho reflejado, principalmente, en el nivel de la tasa de interés en unidades de fomento (UF) pagada por sus Pagarés Reajustables a 90 días (PRBC)- que ha contribuido a la desaceleración del gasto agregado. El proceso de ajuste, que se iniciara hacia fines de 1992, ha tenido efectos más notorios en 1994, año para el que se espera un crecimiento del gasto interno inferior al del producto, resultado que se estimó absolutamente necesario para prevenir eventuales presiones inflacionarias adicionales y para mantener un ritmo de crecimiento económico sostenible en el tiempo. El crecimiento estimado del gasto, del orden de 3% en 1994, no es una cifra menor, particularmente si se tiene en cuenta que éste se logra luego de dos años en que el crecimiento del gasto superó el 10% como promedio real anual. El ajuste experimentado por esta variable permitió contener y revertir el impulso inflacionario, creando las condiciones para lograr la meta inflacionaria de este año.

Al riguroso control del gasto agregado, se suma la credibilidad generada por el cumplimiento de las metas inflacionarias planteadas en años anteriores, la que ha sido un elemento muy importante en el éxito que ha tenido hasta el momento la política de reducción gradual de la inflación. La credibilidad es, también, fundamental para crear un clima favorable hacia una desindexación paulatina y voluntaria de los contratos, que permita romper con los elementos inerciales presentes en el proceso inflacionario y, consecuentemente, plantear metas más ambiciosas de reducción de la inflación para el futuro.

Cabe destacar que la dinámica de los precios durante 1994 constituye un antecedente auspicioso, en el sentido de que el ajuste de gasto empieza a rendir frutos en términos de inflación. Dado el rápido crecimiento del gasto verificado durante gran parte de 1993, y considerando la existencia de rezagos en la respuesta de la inflación a los procesos de ajuste -atribuibles principalmente al alto grado de indexación de la economía nacional- era anticipable que la inflación no cediera durante los primeros meses de 1994. Más aún, hay antecedentes que indican que hacia fines de 1993 la inflación subyacente era algo más elevada que la registrada efectivamente. Esto se produjo debido a factores transitorios favorables que redujeron la inflación en los últimos dos meses del año pasado. En consecuencia, aunque la reducción observada en la inflación efectiva durante 1994 puede parecer modesta, ella oculta una caída más significativa de la inflación subyacente, la que dado el nivel que exhibía hacia fines de 1993, y de no haber mediado el proceso de ajuste, se habría acelerado en el curso del presente año.

La evolución de las variaciones de los precios, en lo que va de 1994, constituye un avance en la consolidación de una trayectoria declinante de la inflación, en particular si se considera que durante este período no se contó con algunas de las condiciones favorables que estuvieron presentes en 1991 y 1992, y que se tuvo que enfrentar las consecuencias de una sobreexpansión del gasto. En efecto, en 1993 el grado

de utilización de la capacidad productiva se incrementó, y el significativo crecimiento de las importaciones, junto con un deterioro de los términos de intercambio, redujo las holguras en el sector externo. En ese escenario se hizo indispensable el proceso de ajuste del gasto para evitar que su incremento, por encima de las posibilidades reales de la economía, resultara en la aceleración de la tasa de inflación. Ese ajuste refleja el convencimiento del Instituto Emisor de la necesidad de mantener una estricta política de control de la expansión de la demanda agregada.

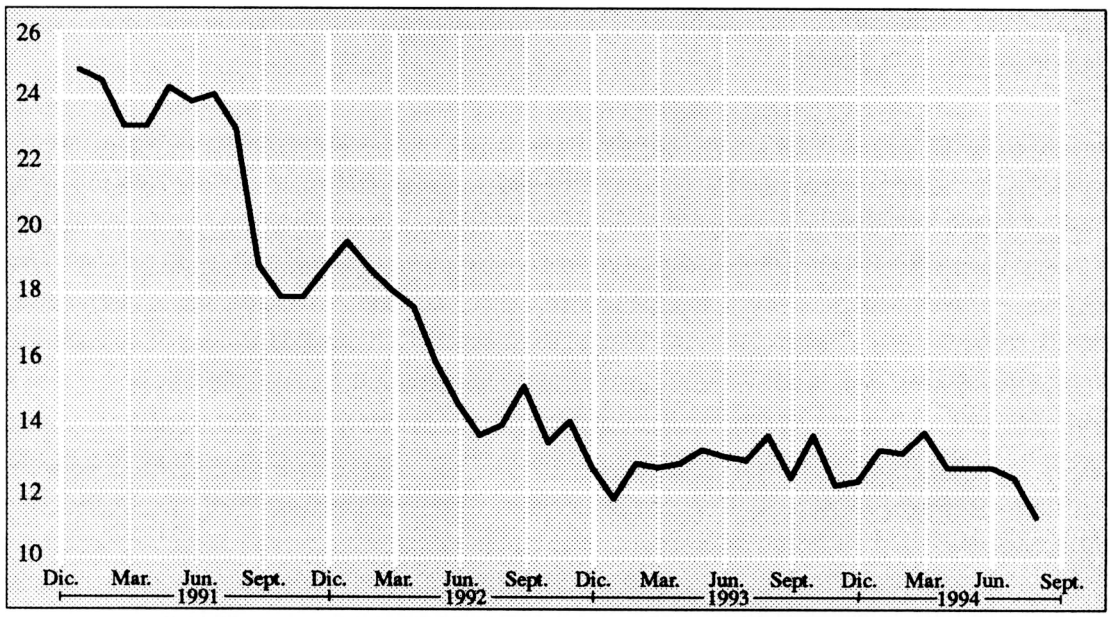
Con todo, es importante destacar que la evolución de la economía muestra que no existen signos de «sobreajuste» y, por lo mismo, que la recuperación de un crecimiento más vigoroso debe realizarse de un modo prudente y gradual, toda vez que la política de ajuste está comenzando a rendir sus frutos -hoy en términos de menor inflación y en el futuro de un crecimiento económico más estable-. El país ha hecho un esfuerzo importante, y los beneficios están recién comenzando a materializarse, por lo que no tiene sentido abandonar precipitadamente un proceso sin que sus beneficios hayan sido debida y completamente internalizados. En efecto, la tasa de inflación se mantuvo resistente a la baja por algún tiempo, y sólo a partir del segundo trimestre de este año ha evidenciado signos de comenzar a ceder (Gráfico 1). Así, a agosto de 1994 la variación en doce meses de los precios al consumidor fue de 11,2%, cifra que se compara favorablemente con el 13,6% registrado en igual período del año anterior (Cuadro 3).

Cabe hacer notar, como se señaló, que debido a factores transitorios favorables ocurridos en los últimos dos meses de 1993, la tendencia decreciente de la inflación subyacente es más acentuada que la registrada por las cifras medidas habitualmente. Si se analiza, por ejemplo, la evolución de la inflación de los bienes y servicios no transables internacionalmente, se observa que dicho componente de la inflación se ha desacelerado en forma importante en lo corrido de este año. Semejante conclusión se obtiene al observar la evolución del índice de precios al consumidor corrigiendo las distorsiones introducidas por algunos productos, principalmente alimenticios, cuyos precios muestran fuertes irregularidades, algunas de carácter estacional.

Parece adecuado detenerse un instante para reflexionar sobre la conducción macroeconómica más reciente, con el objeto de recalcar la importancia de adoptar acciones oportunas y no precipitadas, a pesar que las mismas muchas veces sean motivo de crítica e incomprensión de diversos sectores. Como se recordará, el Banco Central planteó al país la necesidad de moderar el ritmo de crecimiento del gasto en octubre de 1992, aun cuando, a esa fecha, la economía continuaba en una senda de inflación decreciente y la actividad económica se expandía todavía a un ritmo sostenible. No obstante, ya en ese entonces para este Instituto Emisor se verificaban diversos síntomas -siendo el más importante la significativa aceleración del gasto- que hacían aconsejable introducir un freno en el impulso económico. Tal como ahora se alzan voces pidiendo el fin del ajuste, en la oportunidad el planteamiento previsor y prudente

Gráfico 1

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Porcentaje de variación en doce meses)



emitido por el Banco Central, expresado en la contracción de la política monetaria, pareció a algunos carente de fundamento e inútilmente costoso en términos de menor crecimiento. Los sucesos posteriores avalaron el planteamiento de cautela: el ritmo de crecimiento del gasto arrastró la actividad interna a una expansión insostenible, que presionó sobre la inflación y deterioró las cuentas externas. Sólo la persistencia de la política monetaria, a la que se vino a sumar la menor demanda externa y el deterioro de los términos de intercambio del año pasado, lograron finalmente contener el incremento del gasto y de la actividad. En el proceso, no obstante, se incubaron presiones inflacionarias que todavía requieren ser combatidas. Con todo, el oportuno control del gasto evitó retrocesos de importancia en materia de estabilidad de precios, los que, de haberse producido, hubieran significado penosos costos reales posteriores. Por el contrario, la paulatina recuperación de la trayectoria declinante de la inflación se ha logrado esta vez con un modesto sacrificio en el ritmo de crecimiento económico y, lo que es igualmente importante, sin que el proceso de inversión se haya visto amenazado.

El corolario de lo anterior es que no sería prudente acelerar muy temprana y bruscamente el crecimiento de la economía. Ello implicaría tomar un riesgo importante de que se requiera a algunos meses plazo

iniciar un nuevo ajuste del gasto, lo que, a la larga, haría este proceso más costoso y retardaría la recuperación sólida y sostenible de la economía, reduciendo su tasa de crecimiento de mediano plazo.

I.1 **Perspectivas para el resto de 1994.**

Como se señaló anteriormente, se espera que en 1994 el crecimiento real del PIB alcance a 4%, al tiempo que el incremento del gasto interno sea inferior en un punto porcentual al del producto. Estos resultados permitirían retomar gradualmente una senda más dinámica para el producto y el gasto, luego de corregir el excesivo nivel de este último que se originó en el crecimiento de 1992 y 1993. Dado que la tasa de expansión anual de la actividad económica estimada para el primer semestre de 1994 se calcula similar a la tasa proyectada para el año como un todo, la proyección implica que en el segundo semestre el crecimiento del PIB en doce meses será de magnitud equivalente al registrado en la primera parte del año.

Cabe recordar que el crecimiento del producto a un ritmo más moderado que el observado en los últimos dos años ha sido un objetivo explícitamente buscado por la autoridad económica, con el fin de llevar los niveles de actividad y de gasto interno a una senda consistente con el equilibrio de mediano y largo plazo. En este punto es necesario diferenciar entre los niveles del producto y del gasto y sus tasas de crecimiento. Efectivamente, cuando la economía ha crecido por encima de su producto potencial durante varios años, y además, está muy cerca de su plena capacidad, no es suficiente converger a la tasa de crecimiento del producto potencial. Si lo que se desea es retomar los niveles adecuados, es necesario crecer por algún tiempo a un ritmo menor que el potencial con el objetivo de aliviar la presión en los mercados del trabajo y de bienes. Es por ello que se ha planteado una meta de crecimiento del producto de 4% y del gasto de 3% para el presente año.

En cuanto a los componentes de la demanda interna, se estima que la inversión en capital fijo crecerá a una tasa levemente inferior a la del crecimiento del producto, por lo que su relación con respecto a éste se mantendrá aproximadamente constante en el valor que alcanzó en 1993, es decir, en torno a 26,5% del PIB (Cuadro 1). Al respecto, cabe destacar que es notable que en un período de desaceleración de la actividad económica se pueda exhibir un incremento en el nivel de inversión; basta recordar que después del ajuste iniciado en 1990 la inversión cayó en términos absolutos durante 1991. Es necesario mencionar, no obstante, que el comportamiento esperado de la inversión para 1994 se debe en parte a que las tasas de interés que afectan mayoritariamente a la inversión, es decir las tasas de más largo plazo, han mostrado una tendencia decreciente. También debe haber repercutido favorablemente la evolución de la economía mundial. En cuanto al consumo privado, se estima que registrará un incremento algo inferior a 3%, menos de la mitad del crecimiento observado durante 1993; dado el incremento en torno a 4% registrado por esta

variable en el primer semestre de este año, la desaceleración del gasto en consumo debiera continuar durante el segundo semestre. Por su parte, se prevé que la demanda interna aumentará durante el presente año alrededor de 3%, lo que supone una gradual recuperación del ritmo de crecimiento del gasto interno, en lo que resta de 1994, concentrada en formación de capital y acumulación de inventarios.

El ahorro nacional, en tanto, se proyecta que alcanzará a 23% del PIB medido a precios corrientes, cifra superior en más de un punto y medio porcentual a la registrada en 1993. Este incremento refleja, por un lado, el ajuste del consumo anteriormente mencionado y, por otro, la recuperación registrada en los términos de intercambio. Dicha recuperación permite aumentar el ingreso disponible, lo que junto con el menor aumento del consumo real genera una capacidad adicional de ahorro interno, la que, al mantenerse la tasa de inversión en un nivel similar al del año pasado, disminuye la necesidad de financiamiento externo.

En el ámbito monetario, las proyecciones prevén un crecimiento anual nominal del dinero privado ampliado (M1A) del orden de 15%, que equivaldría a un incremento de los saldos reales no superior a 4%, similar al crecimiento del producto proyectado para el año. A agosto de 1994 el incremento anual observado para M1A fue del orden de 17%, por lo que para el resto del año se espera que el crecimiento en doce meses se reduzca moderadamente (Cuadro 4).

En 1994, las cuentas externas cerrarían con un déficit de balanza comercial del orden de US$ 100 millones, cifra substancialmente menor a la registrada el año pasado y que resultaría de exportaciones por US$ 10.700 millones e importaciones por US$ 10.800 (Cuadro 2). Dichas estimaciones consideran un precio promedio anual del cobre de 97 centavos de dólar la libra. Sin embargo, si se mantuviera el precio del metal en los niveles más elevados que se observaron en julio y agosto de 1994, su promedio anual llegaría a un dólar, lo que permitiría terminar el año con una balanza comercial equilibrada o levemente superavitaria. La proyección de exportaciones para 1994 indica un crecimiento en torno a 16% en términos de valor y de algo menos de 10% en términos de volumen. Este incremento está siendo liderado por las exportaciones no tradicionales, las que se proyecta continuarán exhibiendo el dinamismo observado en el primer semestre, llegando a crecer en el año cerca de 14% en volumen. Lo anterior, junto con la recuperación de las exportaciones de los principales productos de exportación distintos del cobre, después de un año con mercados deprimidos como fue 1993, permite proyectar un crecimiento en términos de volumen en torno a 10% para el conjunto de las exportaciones distintas al cobre. En cuanto a las importaciones de bienes, se estima que éstas crecerán en torno a 6% respecto del año pasado, por lo que cabe esperar, para lo que resta de 1994, un mayor aumento, coherente con el mayor crecimiento esperado del gasto durante el segundo semestre del presente año.

En cuanto a los servicios no financieros, se estima que registrarán un superávit del orden de US$ 100 millones, mientras que el déficit proyectado para los servicios financieros tendrá un leve incremento en relación al año pasado, alcanzando a US$ 1.550 millones. Finalmente, se prevé que las transferencias serán de US$ 350 millones, algo inferiores a las observadas en 1993. En síntesis, el déficit en cuenta corriente proyectado para 1994 llegaría a unos US$ 1.200 millones, aproximadamente 2,5% del PIB, nivel bastante inferior al del año precedente y a lo que se considera un uso razonable y sostenible de ahorro externo, de hasta 4% del PIB.

El saldo de la balanza de pagos para el año se estima en alrededor de US$ 1.500 millones, lo que implica que la acumulación de reservas internacionales se distribuirá en proporción similar entre el primer y segundo semestre del año. Dado que se prevé una posición deficitaria en cuenta corriente, esto significa un ingreso neto de capitales -incluyendo errores y omisiones- de alrededor de US$ 3.000 millones, de los cuales unos US$ 2.300 millones corresponden a financiamiento externo de mediano y largo plazo. Al fuerte ingreso de capitales contribuye de manera significativa la inversión extranjera neta, que se estima alcanzará a US$ 1.500 millones en 1994, derivada de US$ 2.300 millones de inversiones del exterior y de US$ 800 millones de inversiones al exterior. Estas cifras demuestran que los logros en materia económica han permitido aumentar y consolidar la confianza que el resto del mundo tiene en la economía chilena. El resto de los capitales de mediano y largo plazo llegaría a US$ 800 millones, destacando la cifra estimada para los créditos asociados al DL 600 de más de US$ 800 millones. Por último, el flujo de capitales de corto plazo alcanzaría una cifra del orden de US$ 700 millones.

En resumen, el mejoramiento de US$ 1.200 millones en las proyecciones de cuenta corriente en relación con la entregada en el informe del Banco Central al Senado en 1993, se desagrega en dos componentes principales: un menor déficit comercial de aproximadamente US$ 900 millones y un menor déficit en los servicios financieros de US$ 400 millones. La diferencia restante, de US$ 100 millones, se debe a menores transferencias, derivadas básicamente del menor pago de impuestos por no residentes, el que resulta de las menores remesas de utilidades de las inversiones externas.

Por último, el superávit de la cuenta de capitales se estima del orden de US$ 3.000 millones, es decir, US$ 500 millones por encima de lo estimado hace un año. Esta diferencia es atribuible principalmente a la inversión extranjera, la que hoy se proyecta en torno a US$ 1.500 millones, US$ 370 millones por sobre la estimación anterior.

II. POLITICAS MACROECONOMICAS Y PERSPECTIVAS PARA 1995

Dada la recién proyectada evolución de la economía para 1994, se estima una aceleración pausada del crecimiento de la actividad en 1995, previéndose una expansión del PIB en el rango de 5,0% a 5,5%, dependiendo especialmente de la evolución de la economía internacional, con un incremento del gasto algo inferior al del PIB (Cuadro 1). En la aceleración del crecimiento se considera que incidirá fundamentalmente un mayor dinamismo de la inversión, influenciado por la baja que ya han experimentado las tasas de interés de largo plazo, las mejorías en los términos de intercambio y la mayor actividad interna. En el ámbito externo, se espera que la recuperación experimentada por los precios de nuestros principales productos de exportación se mantenga durante 1995, así como el dinamismo de la demanda externa.

En consideración a que se prevé una aceleración en la dinámica de la inversión y una continuación del impulso de la demanda externa, las políticas macroeconómicas en 1995 deberán ser implementadas con especial precaución a objeto de evitar una aceleración inconveniente de la actividad y del gasto, situación que, como se planteó, comprometería los avances logrados en materia de estabilidad.

II.1 **Política monetaria.**

La política monetaria continuará orientada a facilitar una reducción gradual del ritmo inflacionario, proyectando el Banco Central un rango para la inflación en torno a 9%. Como se ha planteado reiteradamente, el concurso de todos los sectores permitiría minimizar los costos reales de la firme determinación del Banco Central para continuar avanzando en el objetivo de la estabilidad de precios. En efecto, el esfuerzo de ahorro, tanto del sector público como del privado, así como la creciente sustitución de los mecanismos de indexación de precios desde cláusulas de reajustabilidad con arreglo a la inflación pasada por proyecciones con base a la trayectoria futura decreciente de la tasa de inflación, son elementos complementarios a la política monetaria para alcanzar una más rápida y eficiente estabilización de los precios.

En el mismo sentido, es fundamental que los empresarios y trabajadores moderen las presiones sobre los márgenes de ganancias y los costos laborales, y, en cambio, lleven a cabo esfuerzos adicionales para mejorar la productividad. Es necesario recalcar, una vez más, que sólo serán perdurables los incrementos de ganancias y salarios reales que se funden en aumentos de productividad, pues los beneficios transitorios producidos por alzas voluntaristas de salarios y precios son siempre eliminados por la subsecuente inflación que generan.

De cualquier forma, debe tenerse presente que es la firme decisión del Banco Central mantener su compromiso antiinflacionario, para lo que continuará aplicando en forma global y coherente su política dirigida a la reducción gradual y sostenida de la inflación. No debe confundirse, sin embargo, la gradualidad con la falta de determinación. La decisión de reducir paulatina pero sistemáticamente la inflación surge, de una parte, de la constatación de que los altos grados de indexación de precios y salarios que exhibe la economía harían inconveniente proceder en forma más acelerada; de otra parte, la gradualidad exige persistencia, con el objeto de que los agentes económicos incorporen crecientemente la idea de que el Banco Central no tolerará presiones inflacionarias adicionales, lo que permite facilitar el camino para que la economía se vaya desindexando naturalmente.

En materia de programación monetaria, y dado que en la actualidad el Banco Central fija las tasas de interés de corto plazo y los agentes económicos determinan los saldos monetarios reales, las variaciones proyectadas en la cantidad de dinero para 1995 son sólo proyecciones de comportamiento y no metas de política. Con ese resguardo, se prevé un incremento de los saldos monetarios reales levemente superior al crecimiento estimado del producto, atendido el menor costo de oportunidad de mantener dinero que resultará de la disminución prevista en la inflación y, consecuentemente, de la tasa de interés nominal. En efecto, a fines de 1995 se espera un crecimiento real en doce meses, del orden del 6% para el circulante y el dinero privado M1A.

Hacia fines de 1995, si el conjunto de variables económicas y financieras evoluciona en los rangos proyectados, el endeudamiento interno del Banco Central a través de pagarés reajustables llegaría a $ 8.100 miles de millones, comparado con un nivel estimado de $ 6.800 miles de millones a diciembre del presente año (Cuadro 5). Esto es, se verificaría un aumento nominal de la deuda interna de alrededor de 19%, que supera en alrededor de 10 puntos porcentuales a la inflación meta considerada para el año. Teniendo en cuenta que la estimación de crecimiento del producto proyectado para 1995 es bastante inferior a ese margen de 10%, se concluye que la relación pagarés del Banco Central sobre PIB tendería a aumentar respecto del nivel de 33% proyectado para fines del año en curso. Lo anterior no es motivo de preocupación, toda vez que el endeudamiento interno relativo al tamaño de la economía continuará reducido -dado que el endeudamiento interno de la Tesorería es muy bajo- si bien su tendencia al alza refleja el financiamiento necesario para la adquisición prevista de reservas internacionales adicionales, con los consiguientes costos para el Instituto Emisor.

En cuanto al valor contable del patrimonio del Banco Central, éste se proyecta estable en términos nominales, lo que significa una pérdida, después de corrección monetaria, del orden de $70 mil millones (equivalente a US$ 150 millones). Cabe destacar que este resultado es menos desfavorable que el estimado para 1994 (US$ 200 millones). Este mejoramiento relativo para 1995 se explica por las recientes alzas en

las tasas de interés internacionales, que permitirán aumentar el rendimiento de las reservas internacionales netas y de algunos activos internos, así como de los pagarés del Fisco que están denominados en moneda extranjera y que devengan intereses en función de tasas internacionales.

El volumen de deuda interna del Banco Central, que se estima crecerá en relación al PIB durante 1994 y 1995, se proyecta decreciente para los años siguientes, al recuperarse el dinamismo del crecimiento económico y al moderarse, por otro lado, los excedentes de la balanza de pagos. Desde esa perspectiva, los resultados contables negativos que se puedan producir en los próximos años no constituyen, por sí mismos, un escollo significativo para el cumplimiento de las metas de reducción de la inflación que el Banco Central se ha planteado. Cabe señalar, sin embargo, que una correspondencia más estrecha entre el costo de sus pasivos y la rentabilidad de sus activos, permitiría al Banco Central alcanzar dichos objetivos con una política monetaria menos restrictiva.

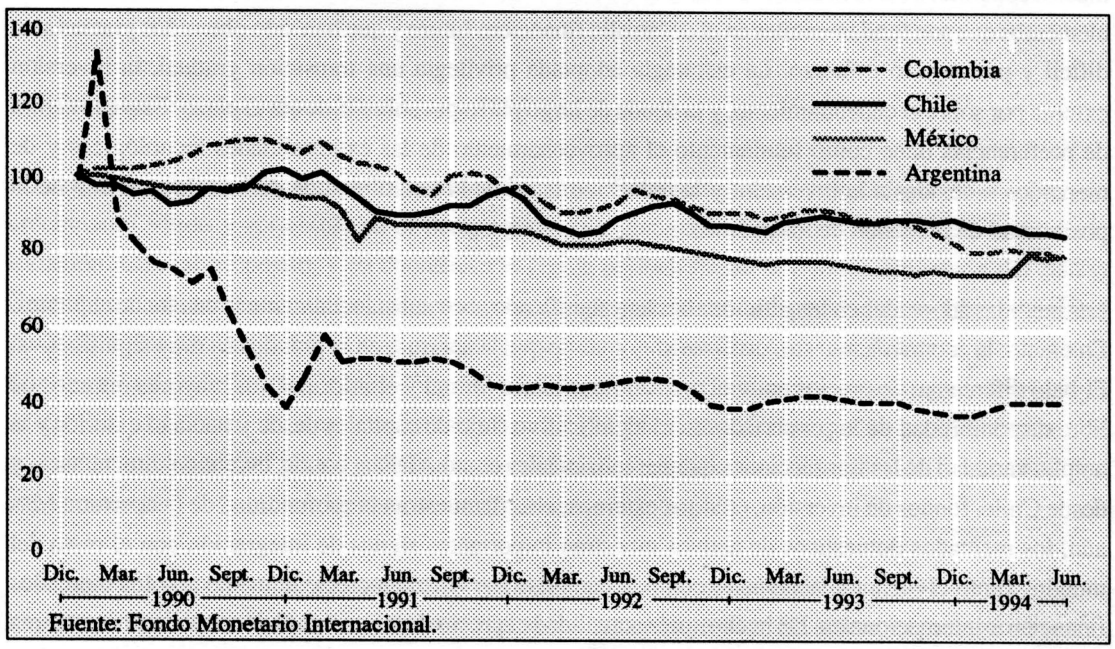
II.2 **Política cambiaria.**

Transcurrido el primer semestre de 1994, el tipo de cambio real ha disminuido en promedio 2,2% respecto de 1993, lo que se debe, principalmente, a la continuación de un importante flujo de divisas hacia el país. Durante 1993, la disminución promedio del tipo de cambio real fue sólo de 0,8%, mientras que en 1991 y 1992 este indicador registró caídas de 5,6% y 8,2%, respectivamente (Cuadro 6). La apreciación real de la moneda durante los últimos años ha sido un fenómeno común a todos los países de la región, los que han debido absorber significativos influjos de divisas. Sin embargo, la velocidad y magnitud con que se ha apreciado el peso chileno han sido muy inferiores a las experimentadas por otros países de Latinoamérica (Gráfico 2) Cabe destacar, además, que esta apreciación del peso se mide en relación al conjunto de los países con los cuales Chile comercia. Así, si bien el peso se ha apreciado durante 1994 en términos reales en relación con el dólar en una magnitud superior al 2,2% mencionado, la depreciación del dólar frente a las monedas europeas y al yen japonés ha significado que el peso se haya depreciado, o apreciado menos, en relación a dichas monedas, lo que se traduce en que, en promedio, la apreciación real del peso se ubique en el monto señalado.

En 1995 el Banco Central seguirá limitando, como en el pasado reciente, la variabilidad injustificada del tipo de cambio, con el fin de que esta variable, en términos reales, se ubique en un rango acorde con el equilibrio de las cuentas externas en el mediano plazo. La intervención en el mercado cambiario ha tenido por objetivo limitar las fluctuaciones transitorias erráticas del tipo de cambio, pero no se ha usado ni se usará para quebrar tendencias ni para forzar el valor del tipo de cambio real.

Gráfico 2

TIPO DE CAMBIO REAL
(Base: enero 1990 = 100)



Fuente: Fondo Monetario Internacional.

Como cualquier otro precio, el valor más eficiente económica y socialmente del tipo de cambio es aquèl que refleja la escasez relativa de un recurso, en este caso de las divisas de pago internacionalmente aceptadas. Sin embargo, distintos elementos influyentes en este mercado, como la escasez de información y la incertidumbre respecto de nuevos eventos -políticos y económicos- a nivel nacional e internacional, la tendencia de los movimientos de capitales de corto plazo por aprovechar diferenciales circunstanciales de tasas de interés, la capacidad de los agentes económicos de financiar con fuentes externas planes de gasto excesivos, entre otros, pueden hacer que el tipo de cambio se desvíe significativamente y por un buen lapso de su valor de equilibrio. En síntesis, las particularidades de las fuerzas, reales y financieras, que concurren en la determinación de este precio hacen que sea conveniente guiar la convergencia del mismo hacia su valor de equilibrio.

II.3 **Política de regulación de los flujos de capitales externos.**

Tal como en los últimos años, el Banco Central continuará en 1995 con su política de apertura gradual de

la cuenta de capitales, tendiente a una mayor movilidad de capitales y a una normativa cambiaria más simple. El Banco Central considera deseable una mayor apertura de la cuenta de capitales; sin embargo, estima que es necesario avanzar gradualmente hacia dicho objetivo para cautelar tanto los equilibrios macroeconómicos como la adecuada solvencia de un sistema financiero en creciente internacionalización, elementos que son fundamentales en el desarrollo financiero futuro y que han sido obtenidos gracias a un difícil y prolongado esfuerzo. La estrategia adoptada privilegia una transición gradual, la inversión externa por sobre el endeudamiento, y la deuda de largo plazo por sobre la de corto plazo. Esta estructura de preferencias tiene como fundamento el aprovechamiento de las externalidades tecnológicas y de mercados asociadas a la inversión, y la reducción tanto de la volatilidad de dichos flujos como de la posibilidad de reversión de los mismos.

Las medidas adoptadas en los últimos años han significado abrir substancialmente la cuenta de capitales. En efecto, la economía muestra diversos síntomas de que la apertura en la práctica es muy significativa. El bajo diferencial de precios entre el mercado cambiario formal y el informal, los mayores retornos de libre disponibilidad de los exportadores, el significativo flujo de capitales desde y hacia el exterior y la amplia variedad de las transacciones que se realizan tales como ADR's, bonos, inversión directa hacia y desde Chile, fondos de inversión, créditos externos, etc., demuestran la profundidad de la apertura. Más aún, los mercados domésticos de activos muestran importantes signos de integración con el resto del mundo. Tanto el mercado accionario como el cambiario se vinculan crecientemente con los mercados financieros internacionales. De hecho, en la actualidad el precio de las acciones domésticas presenta una alta correlación con el precio de las acciones en el exterior. Asimismo, el tipo de cambio también se ha visto notoriamente influido, en el último tiempo, por las fluctuaciones de las principales paridades internacionales.

La razón de fondo para promover una mayor apertura se encuentra en que ésta permite una expansión tanto de las posibilidades tecnológicas como de inversión del país, una mejor estabilización de la evolución del consumo en el tiempo, una más adecuada diversificación de riesgos y, en general, una asignación de recursos más eficiente. El Banco Central considera que en el mediano plazo es deseable un creciente grado de apertura. Sin embargo, la estrategia adoptada privilegia la gradualidad, de manera de hacer compatible la entrada neta de capitales con un déficit sostenible de la cuenta corriente y mantener un grado de control monetario sin abdicar de la intervención cambiaria.

La gradualidad permite reducir significativamente la probabilidad de que, durante la transición hacia mercados financieros más integrados, se produzcan desequilibrios macroeconómicos de importancia. En la práctica, la política de apertura no ha significado desalinear los precios relativos claves, como la tasa de interés real, el precio de los activos, el tipo de cambio real y los salarios reales. Comparativamente con

otros países de la región o con la experiencia de Chile de principios de los años ochenta, se ha logrado una apertura significativa sin un costo importante en términos de apreciación real de la moneda. El Banco Central, en consecuencia, continuará desplegando sus esfuerzos por el camino trazado de liberalización financiera externa sostenida y gradual.

II.4 **Perspectivas macroeconómicas para 1995.**

Los objetivos de la política macroeconómica durante 1995 continuarán siendo el logro de un ritmo de crecimiento sólido y sostenible en el tiempo junto con una gradual pero persistente reducción de la inflación. Con tal propósito, y en coordinación con la política fiscal, la política monetaria del Banco Central buscará mantener un nivel de gasto agregado compatible con la capacidad productiva y la sólida posición de las cuentas externas, con el fin de consolidar y profundizar los avances logrados en materia de reducción de la inflación. De igual forma, la política cambiaria continuará orientada a preservar un tipo de cambio real dentro de rangos coherentes con las perspectivas externas que se prevé enfrentará la economía en el mediano plazo, generando así condiciones estables para la asignación de recursos, los pagos externos y los precios domésticos en el horizonte más largo.

La coherencia y oportunidad en la aplicación de estas políticas permitirá que durante 1995 se continúe la trayectoria declinante de la inflación observada en los tres años previos. En efecto, el proceso de ajuste que se está realizando actualmente, en el cual se procura que el gasto crezca durante algún tiempo a una tasa menor a la del producto potencial, permitirá que durante 1995 se siga avanzando en la reducción gradual pero sostenida de la inflación. Debiera también contribuir a dicho objetivo la credibilidad lograda por la autoridad monetaria, la que ha ido creando paulatinamente el ambiente para que las presiones salariales y de márgenes de utilidad digan relación con las ganancias de eficiencia y no reflejen meras presiones inflacionarias. Sobre la base de dichas consideraciones, el Banco Central se ha planteado la meta de una inflación de un dígito para 1995. Es importante reiterar, sin embargo, que el proceso de estabilización de precios será de menor costo, más rápido y eficiente, en la medida en que las políticas implementadas por el Banco Central cuenten con la confianza de empresarios y trabajadores en cuanto a que la meta será alcanzada, y con la complementariedad de un crecimiento nominal del presupuesto de gasto y de los salarios públicos coherentes con un entorno macroeconómico saludable. En el diseño y formulación del presupuesto del sector público no sólo le cabe una responsabilidad al Poder Ejecutivo, sino también al Poder Legislativo, en particular durante la discusión del mismo.

Dados los niveles previsibles en materia de actividad y empleo durante el presente año, se estima que el crecimiento económico en 1995 retomará gradualmente fuerzas, alcanzando tasas entre 5,0% y 5,5%. Esta

proyección de crecimiento no refleja en ningún caso la ausencia de confianza en el potencial de crecimiento de la economía chilena. Por el contrario, es precisamente dicho potencial el que recomienda evitar fluctuaciones excesivas en el ritmo de crecimiento, como ha ocurrido frecuentemente en el pasado. Esta tasa de crecimiento, si bien inferior a la considerada como la potencial de la economía chilena en el mediano y largo plazo, es la requerida a objeto de continuar con la trayectoria declinante de la tasa de inflación. Adicionalmente, un crecimiento económico en el rango de 5,0% a 5,5% durante 1995 es coherente con dicha trayectoria declinante de la inflación y con la reaceleración gradual prevista de la inversión, evitándose el riesgo de que el crecimiento sea precipitado por el consumo y a poco andar vuelva a generarse un problema de exceso de gasto.

Cabe recordar que en el lapso de los últimos cinco años se han generado en la economía chilena dos episodios de expansión excesiva del gasto, en 1989 y 1992, que han obligado a la realización de procesos de ajuste que, aunque de moderada intensidad, han significado reducir el ritmo de crecimiento de la economía. Estas interrupciones, si bien necesarias para mantener la estabilidad, generan ineficiencias que reducen el crecimiento de tendencia en el mediano y largo plazo. En efecto, la inestabilidad del crecimiento y el consiguiente riesgo de ajuste tienden a deprimir la inversión al hacer más incierta la trayectoria de los precios relativos y la expansión de la demanda. Para evitar dicha inestabilidad, se estima más adecuada una recuperación gradual del crecimiento, evitando así desencadenar una nueva euforia que podría obligar, por tercera vez en esta década, a aplicar políticas contractivas.

Durante 1995 el crecimiento será liderado por las exportaciones, aunque la reaceleración del mismo se originará en el mayor dinamismo de la formación de capital. Las exportaciones totales de bienes y servicios crecerían en torno a 8% real, previéndose que el aumento del volumen de las exportaciones de cobre superaría el 11% mientras las exportaciones no tradicionales lo harían en torno a 10%. Se estima que la formación de capital crecería a un ritmo similar al del PIB, con lo que la tasa de inversión respecto del producto se mantendría estable, en torno a 26,5%. La formación bruta de capital fijo se proyecta que crezca a un ritmo mayor que el alcanzado en 1994, conforme el incremento de la inversión privada se recupere ante las mejores condiciones externas, la percepción de una creciente estabilidad económica y política incentive el fuerte aumento de la inversión extranjera ya observado este año, y la inversión pública retenga su dinámica del último tiempo. Por otro lado, las importaciones de bienes y servicios aumentarían a un ritmo inferior al de las exportaciones, lo que refleja que la demanda agregada interna crecería a una tasa algo menor a la del producto, con una mayor dinámica de la inversión en relación con la del consumo.

Para 1995 se proyecta un superávit en la balanza de pagos de aproximadamente US$ 1.300 millones (Cuadro 2). En ese contexto, las estimaciones de oferta y demanda de divisas indican que durante el próximo año la situación en el mercado cambiario será similar a la registrada en el último tiempo, esto es,

con un tipo de cambio determinado por el mercado al interior de los límites de la banda de flotación.

El superávit de balanza de pagos proyectado para 1995 provendría de un déficit en cuenta corriente en torno a US$ 1.500 millones, del orden de 3% del PIB, y un superávit en la cuenta de capitales en torno a US$ 2.800 millones. El aumento proyectado para el déficit en cuenta corriente en relación al de 1994 se explica principalmente por mayores pagos previstos de servicios financieros y no financieros por alrededor de US$ 550 millones y US$ 100 millones, respectivamente. Algo más de la mitad del aumento en los servicios financieros provendría de un incremento en las remesas de utilidades de la inversión extranjera, mientras que el monto restante se originaría en el mayor pago de intereses, en especial, el referente a la deuda externa de mediano y largo plazo, tanto por concepto de un mayor stock de deuda como de un aumento esperado en la tasa de interés internacional. El deterioro proyectado en los servicios no financieros obedece, principalmente, a la alta elasticidad ingreso de la demanda por las importaciones de estos servicios. El deterioro de las cuentas de servicios no alcanzaría a ser compensado por el mejoramiento esperado en la balanza comercial, de alrededor de US$ 200 millones, ni por el incremento de transferencias desde el resto del mundo por alrededor de US$ 150 millones, originado en mayores pagos de tributos por parte de no residentes.

El saldo comercial aumentaría durante 1995, alcanzando un superávit en torno a US$ 100 millones, mejoramiento que se basa en el mayor crecimiento de los volúmenes de exportación que de importación, ya que los términos de intercambio se proyectan estables para 1995, en relación a los de 1994. Dada la expansión de la demanda en la economía mundial, se prevé un aumento en el precio del cobre que sería compensado por mayores precios de productos importados, en particular de los combustibles. Se proyecta un marcado aumento en el volumen de las exportaciones totales, tanto por la entrada en operación de importantes proyectos de producción de cobre, como por el continuado dinamismo de las exportaciones no tradicionales. En relación con los precios de las exportaciones, se espera un leve crecimiento, en el rango de 2,5% a 3,5%, que llevaría a que el valor de las exportaciones totales aumente en alrededor de 12% respecto de 1994. Las importaciones, por su parte, crecerían alrededor de 6,5% en términos de volumen y en torno a 10% en valor. Destaca el crecimiento proyectado para las importaciones de bienes intermedios y de capital, donde las primeras aumentarían cerca de 12% y las segundas lo harían a una tasa algo superior al 8%, lo que se explicaría tanto por el mayor dinamismo de la actividad como de la inversión que se espera para 1995.

El superávit en la cuenta de capitales se explicaría, en gran medida, por un influjo neto de alrededor US$ 2.400 millones en los capitales de mediano y largo plazo, de los cuales US$ 1.600 millones corresponderían a inversión extranjera neta. El resto del financiamiento de mediano y largo plazo provendría de líneas de crédito, donde se prevén desembolsos por unos US$ 2.500 millones y amortizaciones por

alrededor de US$ 1.700 millones. Entre aquellos desembolsos destacan los asociados al DL 600, estimados en US$ 900 millones. Por último, la entrada neta de capitales de corto plazo sería del orden de US$ 400 millones. De esta forma, durante 1995 se intensificaría la tendencia, ya exhibida en 1994, al aumento de la participación de los flujos externos de mediano y largo plazo, así como del capital accionario o de riesgo, en las fuentes de financiamiento externo del país.

En síntesis, se proyecta que en 1995 continúe la reducción gradual de la inflación, acompañada de un crecimiento económico, sólido y sostenido, a una tasa superior a la de 1994. Se espera, asimismo, una política fiscal austera, que contribuya a mantener el actual ritmo de crecimiento del gasto agregado y, de ese modo, a la reducción de la tasa de inflación hacia la meta de 1995. Se proyecta un déficit no significativo en las cuentas externas de bienes y servicios, habida consideración de que las perspectivas de la economía mundial se visualizan favorables, lo que permitiría mantener el saldo de la cuenta corriente en niveles moderados y congruentes con el equilibrio de mediano y largo plazo. Esto último, junto con la estabilidad económica y política del país, deberían conducir a un aumento significativo de la inversión, incluida la del exterior, como también a la consolidación de un crecimiento sostenido del sector exportador chileno.

SEGUNDA PARTE

La Economía Chilena y Las Políticas Macroeconómicas Vigentes

SEGUNDA PARTE

LA ECONOMICA CHILENA Y LAS POLITICAS MACROECONOMICAS VIGENTES (1)

I. POLITICA MONETARIA

I.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés.

La política monetaria vigente desde hace casi una década se ha basado en el control de las tasas de interés de los instrumentos financieros reajustables de corto plazo ofrecidos por el Banco Central (PDBC a 30 días y PRBC a 90 días). Esta política se fundamenta en la influencia que dichas tasas ejercen sobre las tasas de interés reales de mercado, y en el efecto de éstas últimas sobre el ritmo de expansión del gasto agregado. Las tasas de los documentos de corto plazo del Banco Central se regulan de manera tal que el nivel del gasto agregado sea consistente con las metas macroeconómicas, en particular las de inflación y de uso de ahorro externo. Como en todo mercado, la consecuencia inevitable del intento por controlar el precio, en este caso la tasa de interés, es la pérdida de control sobre las cantidades transadas, vale decir, los agregados monetarios, los que se ajustan a los saldos demandados por el público. No obstante, la constatación empírica de cierta inestabilidad de la demanda de dinero hace que el Banco Central prefiera una política de tasas en lugar de una de agregados, para evitar así que dicha inestabilidad se transmita a las tasas de interés reales y con ello a la actividad económica.

Durante 1994 y al igual que en el año anterior, la tasa de interés en UF pagada por los Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) a 90 días no ha sido modificada, manteniéndose en 6,5% anual (Cuadro 7). La austera política monetaria ha favorecido el proceso de desaceleración del gasto agregado y del producto iniciado en el segundo trimestre de 1993, proceso que en ese año fue también impulsado por las adversas condiciones de los mercados externos y la caída en los términos de intercambio.

Dados los rezagos inherentes a este tipo de política, el proceso de ajuste ha tenido efectos más notorios en 1994, año para el que se espera un crecimiento del gasto interno inferior al crecimiento del producto, resultado que se estimó absolutamente necesario para atenuar y revertir las presiones inflacionarias que se habían comenzado a incubar y para mantener un ritmo de crecimiento económico sostenible en el tiempo. El crecimiento estimado del gasto, del orden de 3% en 1994, no puede considerarse como una cifra muy reducida, particularmente si se tiene en cuenta que en 1992-93 el crecimiento promedio anual del gasto fue mayor que 10%.

Las tasas de interés para captaciones reajustables de corto plazo vigentes en el mercado interno, registraron un valor promedio equivalente a la tasa de interés de los PRBC a 90 días durante los primeros

(1) La fecha de cierre de este documento fue anterior al momento en que estuvo disponible la información para el mes de agosto en forma completa; en consecuencia, algunas cifras referidas a este mes, constituyen estimaciones basadas en información parcial.

ocho meses de 1994, valor 0,1 punto porcentual por sobre el promedio a agosto del año anterior (Cuadro 8 y Gráfico 3). Sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en 1993, no se han observado durante este año episodios de iliquidez. Más bien, la evolución de la tasa de interés de mercado parece indicar que el sistema financiero, aunque ha preferido mantener, en promedio, una composición de cartera con una menor participación de activos líquidos, ha ejercido un manejo más prudente de caja a objeto de reducir el eventual riesgo de incurrir en costos financieros excesivamente altos durante esos episodios.

En el pasado se presentaron, con alguna frecuencia, movimientos especulativos derivados de la percepción de que el Banco Central podría bajar la tasa de interés de sus pagarés a 90 días, movimientos que tendieron a generar un aumento de la tasa de interés de corto plazo. Las expectativas sobre una eventual disminución de la tasa de interés de los documentos del Banco Central crean incentivos a las instituciones financieras a adquirir mayores volúmenes de estos instrumentos financieros, lo que hace disminuir la liquidez y eleva las tasas de interés de mercado de corto plazo. Sin embargo, la evolución de la economía ha permitido reducir las expectativas de baja en las tasas, al confirmar el diagnóstico, muchas veces reiterado por el Banco Central, en el sentido de que el ajuste se está desarrollando de acuerdo a lo

Gráfico 3

TASAS DE INTERES MEDIAS: MERCADO Y BANCO CENTRAL
(Porcentaje)

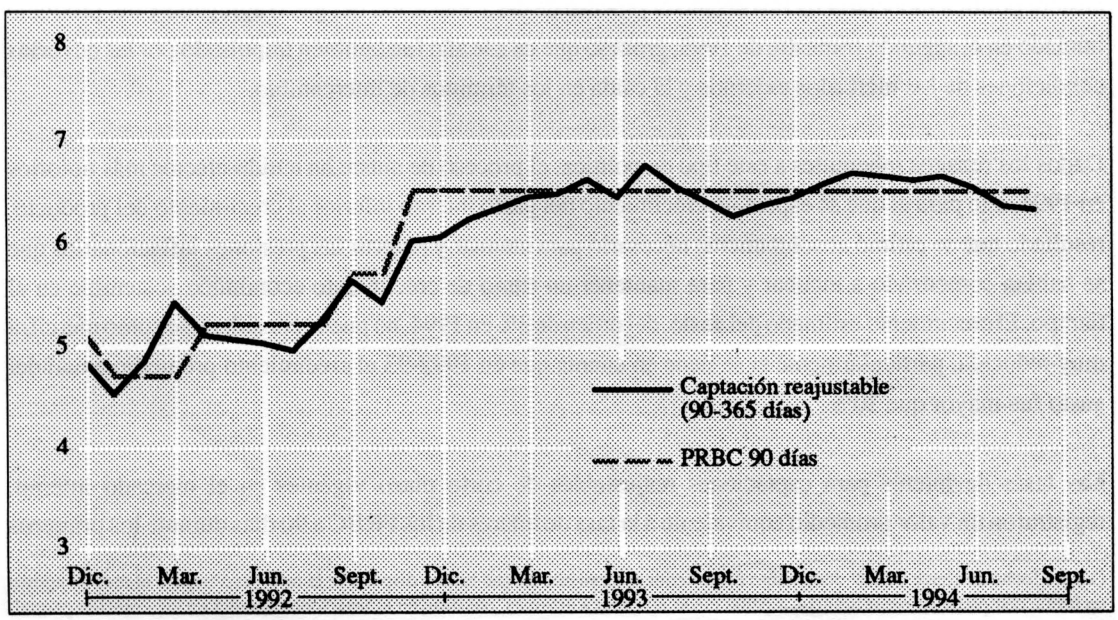
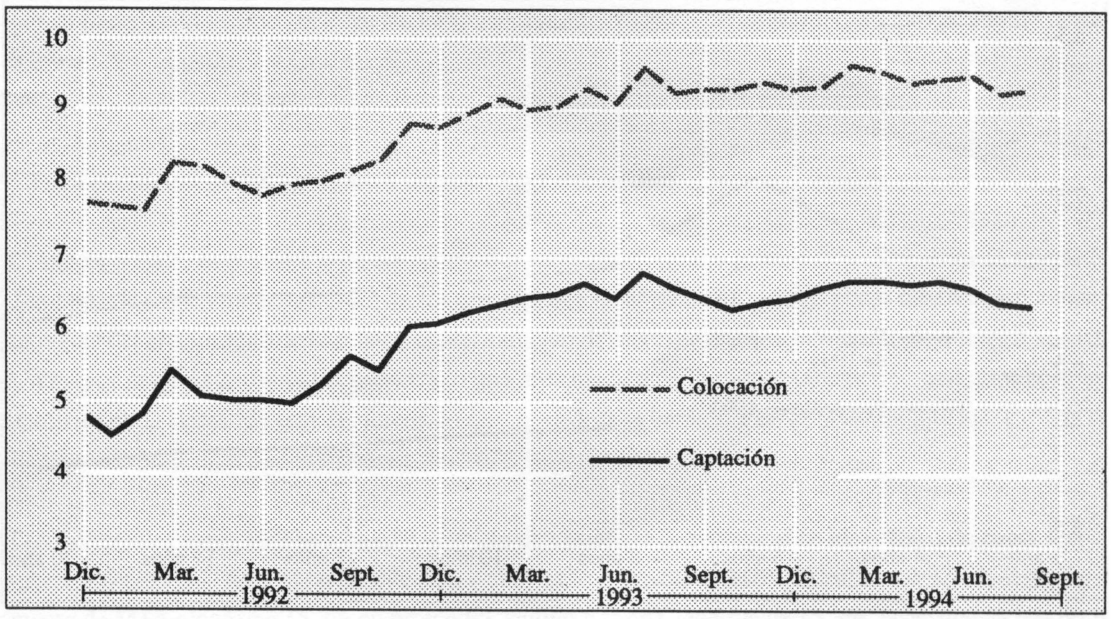


Gráfico 4

TASAS DE INTERES DE 90 A 365 DIAS EN OPERACIONES REAJUSTABLES
(Promedios mensuales)

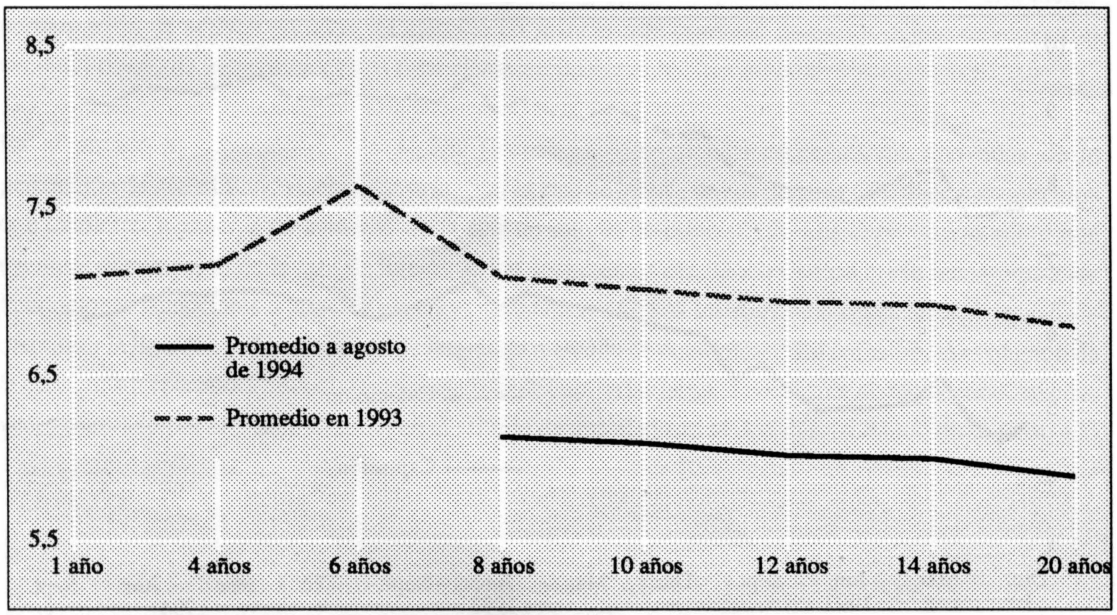


proyectado, y que debe concluirse sólo una vez que se confirme la reducción de la tasa de inflación. Este cambio en las expectativas respecto al término del ajuste, sumada a la moderación en la demanda de crédito y a la conducta más conservadora de los bancos, se ha reflejado en la reducción de la tasa de interés de mercado de corto plazo con instrumentos reajustables. La tasa de captación entre mayo y agosto bajó en promedio desde 6,6% a 6,3%, alcanzando, por primera vez en el año, un nivel claramente inferior al de la tasa de los PRBC a 90 días; al mismo tiempo, la tasa de colocación reajustable bajó desde 9,5% en mayo a 9,3% en agosto.

El spread entre las tasas de captación y colocación del sistema financiero privado durante los primeros ocho meses de 1994 fue en promedio 2,9%, luego que durante 1993 alcanzara el nivel más bajo de los últimos cinco años, esto es 2,8%. Un factor que posiblemente ha influido en el aumento marginal del spread promedio ha sido el mayor acceso al financiamiento externo directo que tienen actualmente las principales empresas privadas del sector no financiero, lo que ha creado espacios para que el financiamiento interno sea demandado por clientes algo más riesgosos, aumentando, como compensación, el spread entre las tasas de colocación y captación (Cuadro 8 y Gráfico 4).

Gráfico 5

DOCUMENTOS LICITADOS DEL BANCO CENTRAL
ESTRUCTURA DE TASAS DE INTERES REALES
(Porcentaje anual)



Respecto al mecanismo de licitación de Pagarés Reajustables con Cupones (PRC) de largo plazo, durante 1994 se han mantenido los cupos fijados de 300.000 UF por licitación para los pagarés a ocho y diez años y 200.000 UF por licitación para los restantes, las que desde septiembre de 1993 se efectúan los martes y jueves, con excepción del primer y último jueves de cada mes. En febrero de 1994 se suspendió la licitación de PRC a cuatro años, manteniéndose actualmente la de los PRC a ocho, diez, doce, catorce y veinte años. Este mecanismo, además de facilitar la administración de los pasivos del Banco Central mediante la desconcentración de los vencimientos de los distintos documentos de deuda del instituto emisor, le ha dado una mayor gravitación al mercado en la determinación de las tasas de interés de largo plazo.

Es interesante observar que la curva de rendimiento, durante 1993 y 1994, ha mostrado sostenidamente una pendiente decreciente, con tasas de interés menores para los documentos de mayor plazo, lo que ha revelado tanto la percepción de que el actual nivel de las tasas cortas es superior a la tendencia de mediano y largo plazo para esta variable -lo que es natural que se dé en un período de ajuste-, como una importante demanda de esos documentos por parte de los inversionistas institucionales (Administradoras de Fondos

de Pensiones y Compañías de Seguros). Durante los primeros ocho meses de 1994 la curva de rendimiento para los instrumentos de largo plazo licitados por el Banco Central se ha desplazado paralelamente hacia abajo en torno a un punto porcentual respecto del promedio del año pasado. Así, en 1993 los PRC a ocho años tuvieron un retorno promedio de 7,1%, mientras que en lo que va de 1994 éste ha alcanzado a 6,1%; por su parte, en el mismo período, los PRC a veinte años disminuyeron su rendimiento promedio desde 6,8% a 5,9% (Cuadro 7 y Gráfico 5).

I.2 **La evolución de los agregados monetarios y del crédito.**

Como se señaló, la evolución de los agregados monetarios refleja principalmente la trayectoria de la demanda de saldos monetarios del sector privado, que en el mediano y largo plazo depende fundamentalmente del crecimiento de la economía, del aumento del nivel de precios y de la tasa de interés nominal. Un mayor nivel de actividad económica, o una disminución de la tasa de interés nominal, provocan un aumento en la demanda real de dinero, lo que sumado a la variación en el nivel de precios, explica el incremento en la cantidad nominal de dinero.

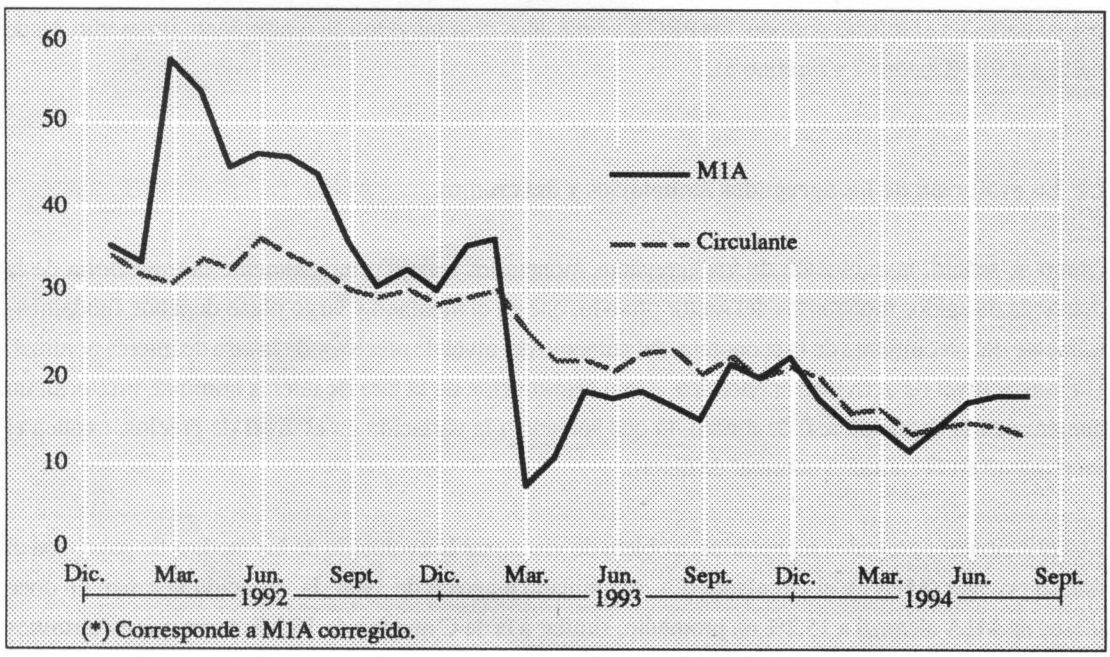
Los principales agregados monetarios, a objeto de visualizar la evolución de los medios de pago, son el dinero privado (M1A) y el circulante (C). Acumulado a agosto de 1994, la variación nominal en doce meses de M1A alcanzó a 15,2% en promedio, similar a la de C que fue de 15,3%, tasas que en términos reales reflejaron aumentos de 2,2% y 2,3% anual, respectivamente (Cuadro 4 y Gráfico 6). Por otro lado, el promedio de la tasa de interés nominal de captación durante los primeros ocho meses de 1994 fue 0,1 punto porcentual mayor que el promedio en igual período del año pasado. El efecto de una mayor tasa de interés nominal sobre la demanda de saldos monetarios es negativo, por lo que de haberse mantenido el nivel promedio de la tasa de interés nominal vigente en 1993, tanto el M1A como el circulante habrían experimentado un crecimiento real entre el crecimiento del gasto agregado y el crecimiento del producto del primer semestre, 3% y 4% anual, respectivamente.

La variación promedio de la emisión a agosto de 1994, en comparación con el promedio del mismo período del año anterior, alcanzó a 12,6%. Este incremento se explicó por un aumento en la demanda por circulante de 15,3%, y por un aumento de sólo 7,5% en el encaje, el que encuentra su explicación, en parte, en la reducción de las tasas de encaje de inicios de este año.

Por otra parte, el aumento promedio de la emisión en los primeros siete meses del año no se reflejó en un aumento de saldos en lo que va corrido de 1994. En efecto, entre diciembre de 1993 y julio de 1994 la emisión cayó en 0,8%, lo que equivale a una disminución de $ 7 mil millones. El origen de esta

Gráfico 6

CIRCULANTE Y DINERO PRIVADO M1A (*)
(Porcentaje de variación en doce meses)

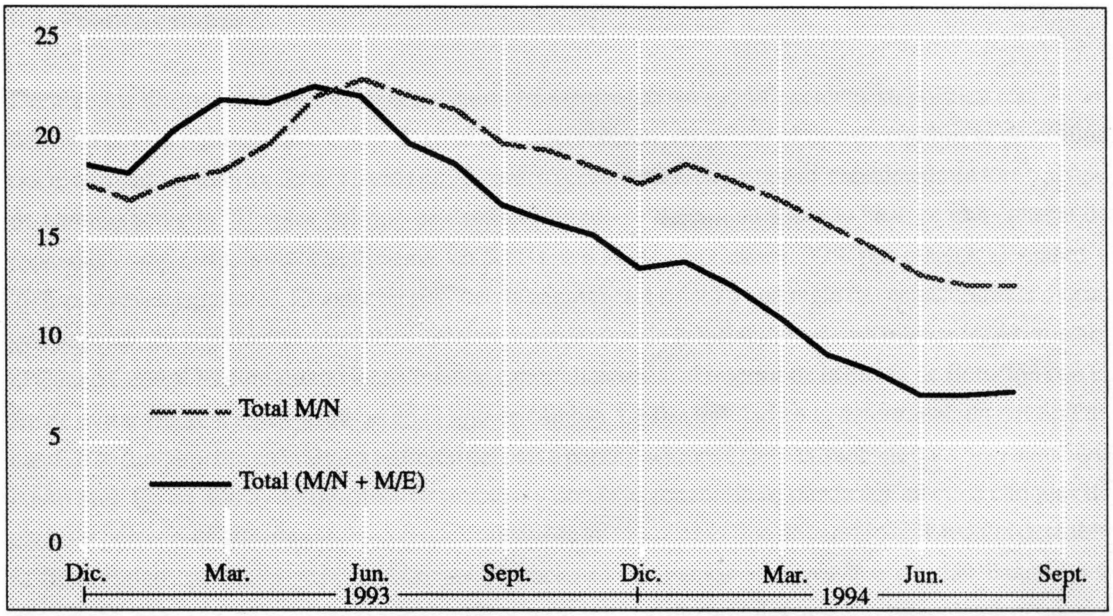


disminución se explicó básicamente por las operaciones del Banco Central con el Fisco, incluyendo tanto las operaciones de cambio como las de crédito interno, las que fueron contractivas por un valor del orden de $ 188 mil millones. La compra de divisas por parte del Fisco fue acompañada de un incremento aún mayor de sus depósitos en moneda extranjera. Es decir, la venta de divisas que el Banco Central le hizo al gobierno no implicó utilización de reservas internacionales. El efecto contractivo de las operaciones con el Fisco sobre la emisión fue neutralizado, parcialmente, por el efecto expansivo de las operaciones realizadas con otros agentes, incluyendo CODELCO y el sector privado, por un valor de $ 182 mil millones, entre las que destacan la compra de divisas a estos agentes (Cuadros 4 y 9).

El crédito otorgado por el sistema financiero registró una importante moderación en su ritmo de incremento, lo que es coherente con la desaceleración del gasto agregado. En efecto, la variación real en doce meses de las colocaciones totales disminuyó desde 13,6% en diciembre de 1993 a 7,5% en agosto de 1994 (Cuadro 10 y Gráfico 7). En parte, la desaceleración del crecimiento de las colocaciones del sistema financiero ha reflejado un uso creciente de fuentes de financiamiento alternativas, particularmente en moneda extranjera, por parte de empresas residentes. No obstante esta desaceleración, se estima que

Gráfico 7

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO
(Porcentaje de variación real en doce meses)



durante 1994 las colocaciones totales seguirán creciendo en relación al Producto Interno Bruto, alcanzando como promedio anual una cifra cercana al 49% del PIB, superando el 46% registrado en 1993.

La variación real en doce meses de las colocaciones en moneda nacional ha disminuido desde 17,9% en diciembre de 1993 a 12,9% en agosto de este año. En el marco de la desaceleración de las colocaciones en moneda nacional, sin embargo, las colocaciones hipotecarias no han mostrado señales de desaceleración. La demanda de instrumentos financieros de más largo plazo, que ha favorecido una caída en las tasas de interés de largo plazo, habría incentivado al sistema bancario para colocar más fondos en créditos hipotecarios, manteniéndose así las elevadas tasas de crecimiento de este tipo de colocaciones.

Las colocaciones en moneda extranjera, por otra parte, han experimentado una variación real negativa en doce meses a partir de diciembre del año pasado, alcanzando, al mes de agosto de 1994, a -14,4% real. El reciente aumento en el costo del crédito en dólares ha contribuido a la caída del stock de colocaciones en moneda extranjera. Sin embargo, la evolución experimentada refleja, más que nada, un cambio en la composición del financiamiento externo. Este cambio se ha traducido en una desintermediación del

financiamiento externo, dado el mayor acceso directo de las empresas privadas no financieras a los mercados de capitales internacionales. Evidencia de este proceso ha sido el auge experimentado durante el presente año por el mecanismo de colocación de ADR's en la Bolsa de Nueva York y por la inversión extranjera directa vía DL 600 y créditos asociados.

II. LA POLITICA Y LA INSTITUCIONALIDAD CAMBIARIA

II.1 **Política cambiaria.**

Durante los últimos dos años el Banco Central ha mantenido sin modificaciones su política cambiaria, definida por un régimen de cambio flexible con intervención, en el cual el tipo de cambio se determina por el mercado al interior de una banda de 20 puntos porcentuales de amplitud, establecida en torno al tipo de cambio acuerdo. El valor del tipo de cambio acuerdo se determina sobre la base de una canasta de monedas compuesta, aproximadamente, en 50% por dólares americanos, 30% por marcos alemanes y 20% por yenes japoneses. El valor en pesos de la canasta está sujeto a una regla de reajustabilidad diaria, que depende de la inflación doméstica del mes precedente y de la inflación externa relevante. Asimismo, el Banco Central ha continuado interviniendo esporádicamente al interior de la banda de flotación con el fin de evitar fluctuaciones erráticas en el tipo de cambio. La flexibilidad en la determinación del tipo de cambio se fundamenta en la alta exposición del país a perturbaciones externas, tanto de carácter financiero como real. En un marco de rigideces de precios, y donde la economía se puede ver afecta a choques de carácter persistente que impliquen el requerimiento de un ajuste en el tipo de cambio real, resulta deseable la flexibilidad cambiaria para facilitar las alteraciones de precios relativos que puedan llegar a ser necesarias. Más aún, en un contexto de significativa movilidad de capitales, resulta conveniente mantener la flexibilidad cambiaria de manera de no debilitar la efectividad de la política monetaria.

No obstante el énfasis en la flexibilidad, la política implementada por el Banco Central durante los últimos años ha continuado intentando limitar la variabilidad cambiaria, con el fin de mantener el tipo de cambio real en un rango acorde con el equilibrio de las cuentas externas en el mediano plazo. Por equilibrio externo se entiende la mantención de un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que, permitiendo utilizar un monto razonable de ahorro externo para el financiamiento de la inversión doméstica, signifique que el aumento del endeudamiento externo sea compatible con el crecimiento de largo plazo de la economía chilena y no represente una fuente significativa de vulnerabilidad externa para el país. En la práctica, para mantener una relación de deuda externa a producto como la vigente, se requiere que en promedio en el mediano plazo el déficit de cuenta corriente o uso de ahorro externo no supere el 4% del PIB. Se entiende que, en años específicos, el déficit de cuenta corriente puede sobrepasar ese valor. Así por ejemplo, después de dos años en que el déficit de cuenta corriente fue muy inferior al 4% del PIB, en 1993, debido al deterioro transitorio de los términos de intercambio, el uso de ahorro externo subió hasta casi 5% del PIB, sin que ello significara exceder la meta en términos de promedio de mediano plazo. Más aún, el uso de ahorro externo volverá a ser este año inferior al límite superior del rango meta.

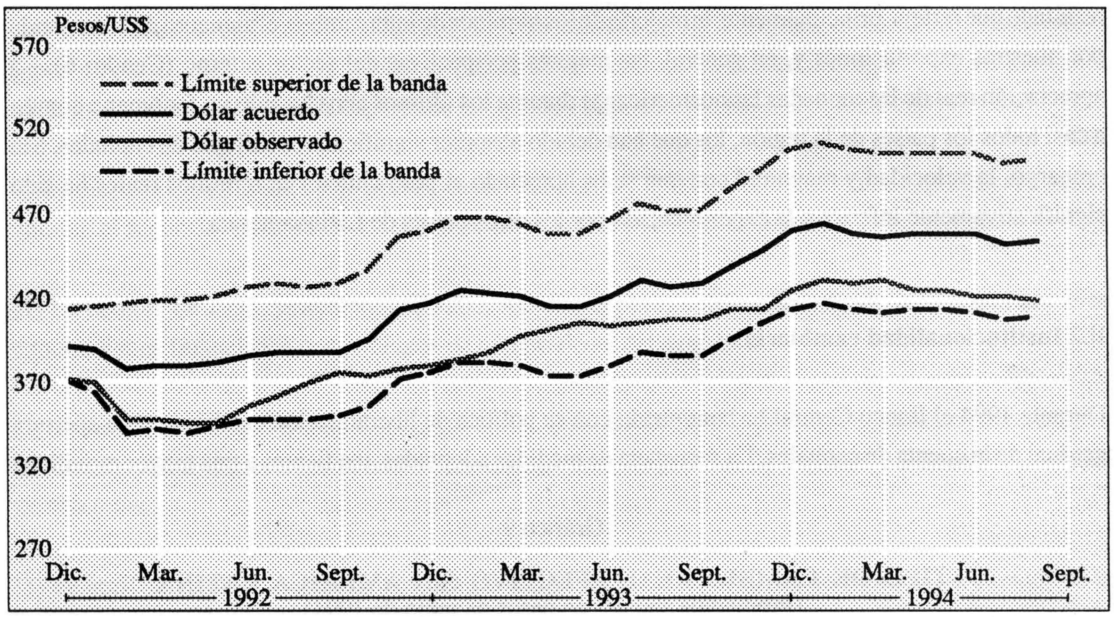
Con el fin de suavizar las fluctuaciones transitorias del tipo de cambio nominal y, por ende, del tipo de cambio real de corto plazo, la autoridad ha dispuesto la intervención en el mercado cambiario al interior de la banda de flotación. Dado que en ciertas situaciones el mercado presenta sobrerreacciones injustificadas ante nueva información, resulta conveniente, desde el punto de vista de la asignación de recursos, que en dichas circunstancias la autoridad intervenga para moderar fluctuaciones erráticas, con el objeto de neutralizar movimientos transitorios del tipo de cambio. El hecho de que los precios domésticos, y en particular los salarios, presenten algún grado de inercia, ya sea por la existencia de contratos indexados, por problemas de información o por ciertas inflexibilidades, justifica evitar fluctuaciones bruscas de carácter transitorio en el tipo de cambio nominal, porque dadas las rigideces de precios y costos, éstas pueden afectar al tipo de cambio real en el corto plazo.

Cabe hacer notar que la intervención cambiaria no se ha utilizado ni se usará con fines antiinflacionarios. Más aún, la autoridad monetaria no ha intentado alterar las tendencias de mediano y largo plazo del tipo de cambio real. El uso de la política cambiaria para tratar de forzar el valor del tipo de cambio real sin considerar los determinantes de más largo plazo de este precio relativo, en particular ignorando el efecto de la expansión de la demanda agregada y la situación de utilización de la capacidad productiva, inexorablemente está condenado a fracasar, produciendo mayores presiones inflacionarias. El tipo de cambio real es un precio relativo, que en un horizonte más largo de tiempo depende de múltiples factores, la mayor parte de éstos fuera de la esfera de influencia del Banco Central. Entre ellos, pueden mencionarse, como los más relevantes, los salarios reales, los términos de intercambio, el cambio tecnológico en los distintos sectores y la política arancelaria. Entre los determinantes del tipo de cambio real en los que el Banco Central sí tiene alguna influencia, pero sólo parcial, se incluyen la demanda agregada y la oferta de fondos externos. Como criterio general, puede señalarse que la obtención y posterior mantención de un tipo de cambio real elevado en el mediano plazo, considerando los factores mencionados, puede reforzarse mediante la austeridad y el esfuerzo de ahorro compartido por todos los sectores que componen la sociedad.

Las medidas cambiarias y la extensión del encaje aplicadas en 1992 permitieron desalentar el arbitraje de corto plazo y alejar el tipo de cambio del límite inferior de la banda. Sin embargo, también fue un factor importante en la determinación del margen entre el tipo de cambio de mercado (dólar observado) y el límite inferior de la banda la situación de los términos de intercambio y su efecto sobre el saldo comercial. A partir de marzo, y hasta octubre de 1993, el margen del tipo de cambio observado (pesos por dólar) respecto del límite inferior de la banda se amplió, manteniéndose durante el año en un rango entre 4% a 8% por sobre el piso de la banda, situación atribuible al pronunciado deterioro de los precios internacionales de los principales productos de exportación, especialmente el cobre, la harina de pescado y la celulosa (Gráfico 8).

Gráfico 8

VALORES DEL DOLAR
(Promedios mensuales nominales)



Sin embargo, entre noviembre de 1993 y agosto de 1994, el margen entre el tipo de cambio observado y el límite inferior de la banda volvió a estrecharse, debido, entre otras influencias, al aumento experimentado en el precio del cobre y la caída del precio del petróleo. Durante el período mencionado, dicho margen ha fluctuado en un rango entre 2% y 4% por sobre el piso de la banda con un valor promedio del dólar observado 2,9% por encima de dicho piso.

Por otra parte, los cambios en las paridades internacionales del dólar respecto del marco y del yen, dado el mecanismo de la canasta, afectan el valor del tipo de cambio acuerdo e influyen como un factor adicional sobre el margen entre el tipo de cambio de mercado y el límite inferior de la banda. Así, en el primer semestre de 1994, el dólar se ha debilitado tanto respecto del marco como del yen, lo que ha significado que el valor del dólar acuerdo también haya caído, reflejando el debilitamiento de la moneda norteamericana en los mercados internacionales. Es importante notar que el tipo de cambio de mercado -pesos por dólar- se ha visto también influenciado por esta reducción del tipo de cambio acuerdo, aunque no en su totalidad, lo que ha repercutido en un aumento del margen entre el dólar observado y el piso de la banda. Asimismo, es importante observar, que ante cambios en las paridades internacionales, es posible que el peso se aprecie respecto a algunas de las monedas de la canasta y se deprecie respecto de otras. En el período diciembre

1993 a agosto 1994, el peso se apreció en 1,5% en relación al dólar; sin embargo, en el mismo período el peso se depreció alrededor de 8% respecto al yen y al marco.

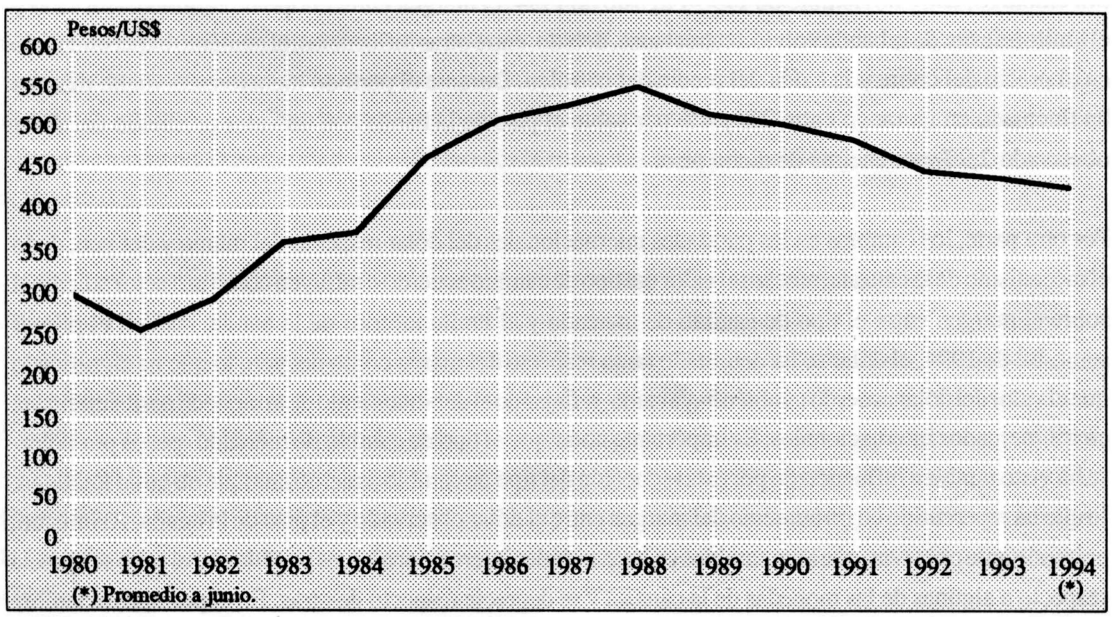
El tipo de cambio real promedio del primer semestre de 1994 es 2,2% inferior al promedio de 1993, resultado que refleja, principalmente, la mejoría de los términos de intercambio, el aumento de la demanda por nuestras exportaciones y, en general, las mejores perspectivas del sector externo (Cuadro 6). La apreciación real de las monedas latinoamericanas durante los últimos años ha sido un fenómeno común a casi todos los países de la región, los que han debido absorber significativos influjos de capitales. Sin embargo, la velocidad y magnitud con que se ha apreciado el peso chileno en términos reales ha sido significativamente inferior a la experimentada por los otros países de Latinoamérica.

II.2 **Institucionalidad cambiaria.**

Durante 1994 el Banco Central ha continuado con su política de liberalización cambiaria y de apertura gradual de la cuenta de capitales. La secuencia de medidas adoptadas, tendientes a una mayor movilidad

Gráfico 9

TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO SIN AMERICA LATINA
(Promedios anuales en pesos de junio de 1994)



de capitales y a una normativa más simple, ha permitido que el diferencial cambiario entre el mercado formal e informal sea pequeño y estable, lo que refleja el grado de libertad cambiaria existente en el país. Durante el período agosto 1993 a julio de 1994, el margen entre el tipo de cambio del mercado informal y el tipo de cambio observado en el mercado formal alcanzó en promedio a 1%, variando entre un máximo promedio mensual de 1,8% en enero de 1994 y un mínimo de 0,5% en junio de este año. Asimismo, el grado de correlación entre los índices de precio de las acciones en el mercado local y en los mercados externos es demostrativo de la importante integración internacional del mercado de capitales doméstico.

Entre las principales medidas de liberalización cambiaria y apertura de la cuenta de capitales adoptadas durante el segundo semestre de 1993 y en el transcurso de 1994 se encuentran las siguientes:

(1) En octubre de 1993, se aumentó de 180 a 300 días el plazo máximo autorizado para el embarque de exportaciones financiadas con anticipos de compradores del exterior.

(2) En enero de 1994, el Banco Central permitió aumentar en 28% la posición de cambios autorizada a los bancos. Esta disposición apuntó a un manejo más holgado de la liquidez en dólares de dichas instituciones.

(3) En abril de 1994, se amplió de 10% a 15% el porcentaje de los retornos de exportación exentos de la obligación de ser liquidados en el mercado cambiario formal, porcentaje que recientemente fue ampliado a 20%.

(4) Junto con las modificaciones del punto anterior, el Banco Central dispuso un incremento de US$ 5 millones del monto máximo exento de la obligación de liquidar por cada exportador para períodos de doce meses móviles. A su vez, se amplió de 150 a 180 días el plazo para retornar las divisas sujetas a la obligación de ser liquidadas.

(5) En abril de 1994, se facilitó la colocación en el exterior de ADR's y bonos, al reducirse el monto mínimo de emisión de US$ 50 millones a US$ 25 millones para empresas no bancarias. A su vez, también se cambió el requisito de solvencia para el caso de empresas no bancarias que deseen emitir bonos o ADR's, desde una clasificación interna tipo A a una internacional tipo BBB. También se eliminó la autorización expresa del Consejo del Banco Central para emitir ADR's.

(6) Finalmente, también en abril, el Banco Central acordó aumentar de 3% a 4% el límite máximo para inversiones en el exterior a que estarán afectas las Administradoras de Fondos de Pensiones, estableciéndose que este nuevo límite comenzará a regir una vez publicada en el Diario Oficial la ley actualmente en trámite

en el parlamento, destinada a solucionar las observaciones que formuló el Tribunal Constitucional a la Ley N°19.301 sobre Reforma del Mercado de Capitales.

Las medidas adoptadas, junto a otras en el área cambiaria y a lo realizado en años anteriores, han significado abrir substancialmente la cuenta de capitales, lo que ha permitido una mayor agilidad de los movimientos de los flujos financieros externos y una simplificación de la normativa cambiaria y de pagos externos. En efecto, como se señaló, la economía ha mostrado diversos síntomas de que la apertura en la práctica ha sido muy significativa. El bajo diferencial de precios entre el mercado cambiario formal y el informal, el significativo flujo de capitales desde y hacia el exterior y la amplia variedad de las transacciones que se realizan, tales como ADR's, bonos, inversión directa, fondos de inversión, créditos, etc., han demostrado la profundidad de la inserción financiera internacional del país. Más aún, nuestros mercados de activos han mostrado importantes signos de integración con el resto del mundo. En efecto, tanto el mercado accionario como el mercado cambiario han estado siendo impactados crecientemente por movimientos de precios en los mercados financieros internacionales.

La razón de fondo para promover una mayor apertura se encuentra en que ésta permite una expansión tanto de las posibilidades tecnológicas como de inversión del país, una mejor estabilización del perfil de consumo, una más adecuada diversificación de riesgos y, en general, una asignación de recursos más eficiente. El Banco Central considera que es deseable un creciente grado de apertura. Sin embargo, la estrategia adoptada privilegia la gradualidad, de manera de hacer compatible la entrada de capitales con un déficit sostenible de la cuenta corriente, además de mantener un grado de control monetario sin abdicar de la intervención cambiaria. Por otra parte, esta estrategia privilegia la entrada de inversión externa por sobre la de deuda, y de deuda de largo plazo por sobre la de corto plazo, de manera de aprovechar externalidades tecnológicas y de mercados asociadas a la inversión y reducir tanto la volatilidad de los flujos externos como la posibilidad de reversión de éstos.

Dicha estrategia permite reducir significativamente la probabilidad de que se produzcan desequilibrios macroeconómicos de importancia. De hecho, en la práctica, la política de apertura no ha significado desalinear los precios relativos claves, como las tasas reales de interés, el precio de los activos, el tipo de cambio real y los salarios reales. Comparativamente con otros países de la región o con la experiencia de Chile de principios de los ochenta, se ha logrado una apertura significativa sin un costo importante en términos de apreciación real de la moneda. El éxito del esquema de apertura prudente y gradual de la cuenta de capitales ha significado para el país un reconocimiento por parte de organismos internacionales y de agencias internacionales de clasificación de riesgo. El Banco Central continuará desplegando sus esfuerzos por el camino trazado de apertura sostenida y gradual.

III. ACTIVIDAD ECONOMICA, GASTO GLOBAL Y EMPLEO

Sólo hacia el segundo semestre de 1993 se manifestaron, con claridad, los efectos del proceso de ajuste iniciado a fines de 1992 con el alza de las tasas de interés. Alza que fue dirigida a moderar el ritmo de expansión del gasto y del producto, de modo que estas variables convergieran hacia niveles coherentes con los objetivos de reducción de la inflación y control del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos. En el primer trimestre de 1994, la tasa de expansión del producto fue de 3,8% (Cuadro 11), sin embargo, el crecimiento de la actividad se recuperó durante el segundo trimestre, alcanzando el PIB una tasa de variación en doce meses de 4,2%, con lo cual el crecimiento del primer semestre llegó a 4,0% (Gráficos 10 y 11). El gasto interno, por su parte, se expandió 2,1% en el semestre, contribuyendo así a corregir el excesivo crecimiento de 1992 y parte de 1993. De hecho, cabe destacar que el crecimiento promedio del gasto entre el primer semestre de 1991 y el primer semestre de 1994 fue de 9,2% anual.

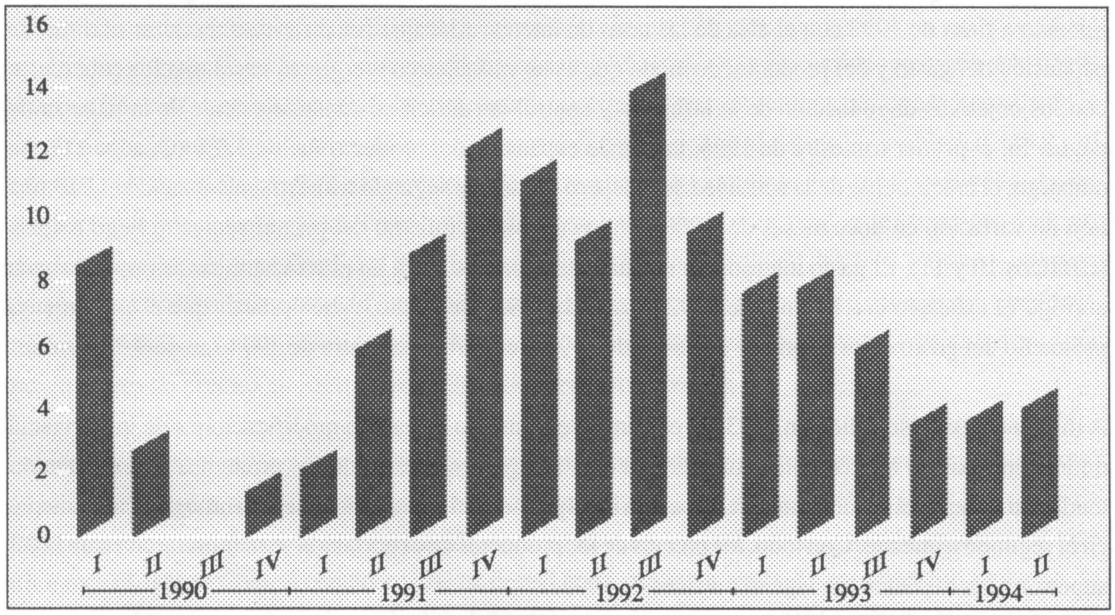
A diferencia de lo sucedido en 1993, en el primer semestre no ha habido modificaciones de importancia en los términos de intercambio promedio, ya que, aunque los precios de los productos de exportación tendieron a caer en el primer trimestre respecto a igual período del año anterior, mejoraron significativamente en el segundo trimestre. Con todo, los precios de los productos de exportación se mantuvieron en un nivel superior a las expectativas vigentes a fines de 1993.

Tal como fuera anticipado, el crecimiento de la actividad económica se concentró en los sectores productores de bienes transables, especialmente exportables, relevando a los sectores productores de bienes no transables, que habían liderado la expansión durante el período de mayor ampliación del gasto interno. El rápido crecimiento de los bienes transables fue resultado, principalmente, de la expansión del sector industrial y de la pesca, ya que los sectores agropecuario-silvícola y la minería tuvieron tasas de variación bastante inferiores a las del producto global. Las evoluciones sectoriales se analizan con mayor detalle a continuación.

El sector industrial presentó una significativa expansión global, alcanzando una variación promedio en doce meses para el semestre algo superior a 5%, superando el ritmo de expansión promedio de la economía. Las ramas productoras de bienes exportables son las que han contribuido, principalmente, al crecimiento de la industria, destacando la actividad conservera de frutas y legumbres, la elaboración de productos del mar, la industria de la madera, la fabricación de papel y productos de papel y la fabricación de sustancias químicas, especialmente la producción de metanol. Distinto ha sido el panorama para las actividades sustituidoras de importaciones, las cuales han continuado mostrando tasas de variación negativas durante todo el semestre, especialmente las agrupaciones de textiles, prendas de vestir y

Gráfico 10

TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL
(Porcentajes)



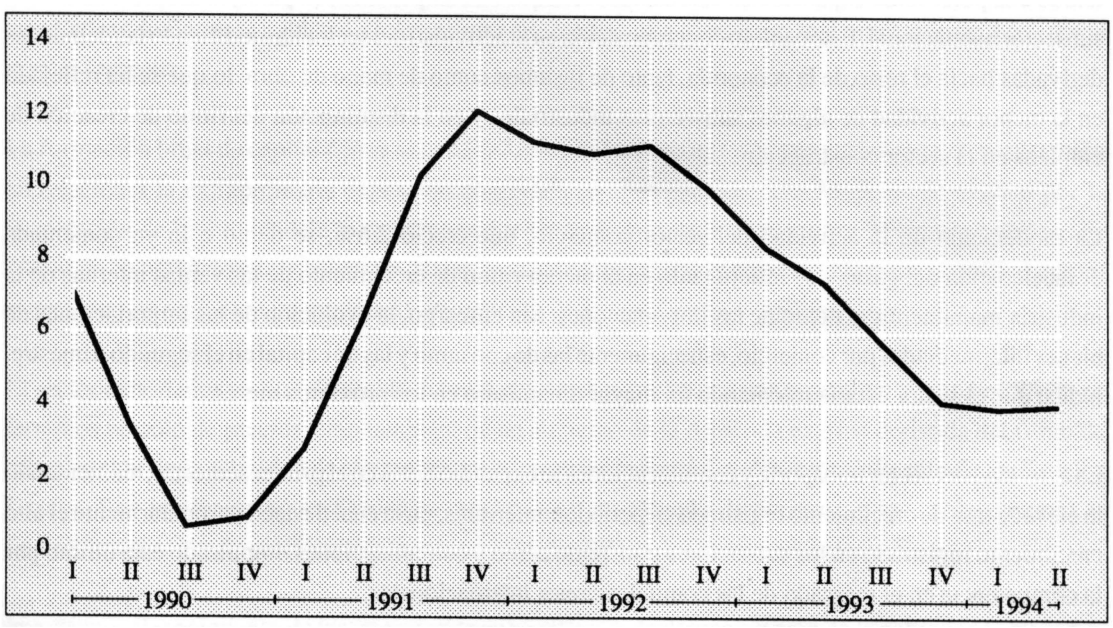
calzado. Por último, la producción orientada a satisfacer el consumo interno, así como las ligadas a la construcción, han presentado un ritmo de expansión bastante más moderado que el del año anterior, resultando los promedios respectivos del semestre inferiores al promedio global del sector y declinantes a lo largo del período.

En cuanto a la pesca (20,8%), el aumento en la captura de las especies pelágicas ha contribuido para que la pesca industrial tuviera una fuerte expansión durante el primer semestre, complementada esta situación con la de los centros de cultivo que continúan creciendo a tasas elevadas.

El bajo crecimiento de la minería (0,4%) ha sido reflejo principalmente de la disminución en la producción de la gran minería del cobre. La mediana minería del cobre, en tanto, ha mantenido las altas tasas de expansión registradas en el período anterior, compensando parcialmente, a nivel del subsector, la caída de la gran minería. El hierro se ha recuperado en relación a la contracción registrada en 1993, logrando acercarse a niveles más normales de producción. Por su parte, tanto la extracción de petróleo como la de carbón siguen reflejando las adversas condiciones técnicas bajo las cuales se realiza la producción, aunque

Gráfico 11

CRECIMIENTO ANUALIZADO DE TENDENCIA DEL PRODUCTO
(Tasas de crecimiento)



en el caso del carbón la demanda de la empresa generadora eléctrica de Tocopilla ha posibilitado que se mantenga una actividad productiva global similar a la del año pasado.

En el caso del sector agropecuario-silvícola, el crecimiento de 2,8% ha sido alcanzado gracias al fuerte repunte, en el segundo trimestre, de las actividades exportables, tanto frutícolas como silvícolas. La producción agrícola se ha visto afectada por menores superficies sembradas de cultivos tradicionales, así como por leves disminuciones de los rendimientos. La producción pecuaria ha tenido una expansión por sobre la del sector, destacándose la producción de aves, que crece significativamente, pero contrastando con la producción de leche, que experimentó una disminución en el segundo trimestre.

Por otro lado, los sectores productores de bienes no transables presentaron una evolución caracterizada por la desaceleración de su ritmo de expansión, particularmente la construcción habitacional y el comercio nacional, que se ha visto afectado por una desaceleración de las ventas internas.

La actividad de la construcción durante este semestre ha reflejado el efecto de la menor demanda, especialmente en el rubro habitacional, el que después de dos años de excesivo crecimiento, presentó síntomas de sobreoferta en algunos segmentos del mercado. Por otra parte, las obras de infraestructura han tenido una persistente expansión en este semestre, la que ha compensado, en parte, la desaceleración del subsector habitacional. Este cambio de composición en la actividad del sector ha modificado las demandas derivadas hacia el resto de la economía, tanto de insumos como de mano de obra, lo que se ha reflejado en la menor actividad de algunos subsectores industriales y en la disminución del ritmo de creación de empleos en el sector construcción.

La moderación de la actividad del sector comercio, que creció 2,6%, se debió a la ya comentada desaceleración del gasto y se reflejó tanto en el menor ritmo de crecimiento de las ventas internas de la industria manufacturera como de las importaciones. Sin embargo, la evolución de las importaciones de bienes intermediadas por comercio, especialmente las de consumo y las de capital en el segundo trimestre, indica que el sector estaría retomando un mayor dinamismo en los próximos meses.

La actividad del sector transporte y comunicaciones se expandió 8,9% en el primer semestre, manteniendo la elevada tasa de crecimiento registrada en períodos anteriores; en la cual destacó particularmente el alto crecimiento registrado en los subsectores transporte aéreo y comunicaciones, impulsado este último por la competencia en el mercado de las comunicaciones internacionales.

El resto de los sectores de actividad tuvieron una evolución cercana o menor que la del conjunto de la economía, y debieran mantener una relativa estabilidad durante el segundo semestre, sin que logren tener mayor incidencia en el resultado global (Cuadro 12).

Desde la perspectiva del destino de la actividad, durante el primer semestre pasó a ser nuevamente liderada por el sector exportador, hecho que se vio reflejado en la elevada expansión real de las exportaciones de bienes y servicios (9,3%), que han mantenido un ritmo ascendente desde mediados de 1993. La demanda interna, en tanto, se ha expandido a un ritmo significativamente menor que el observado para el PIB, alcanzando durante el primer semestre una tasa de variación de 2,1% en doce meses.

El proceso de ajuste del gasto de consumo final de los hogares continuó mostrando en el primer semestre una tasa de expansión de 4,1% respecto a igual período del año anterior, convergiendo hacia el crecimiento del producto (Cuadro 13). Esta moderación en el crecimiento del consumo, que implicó un mayor nivel de ahorro, ha sido el reflejo de un menor ritmo de aumento de los ingresos del trabajo y de una moderación en el ritmo de incremento del endeudamiento de los hogares. La desaceleración en el crecimiento anual del empleo, desde 6% en el segundo semestre de 1993 a 3% en el primer semestre de este año, y el menor

ritmo de incremento real en doce meses de las colocaciones de consumo del sistema financiero, desde 42% en el segundo semestre de 1993 a 26% en el primer semestre de este año, ratifican lo señalado. Del mismo modo, el gasto de consumo final del gobierno, concepto de cuentas nacionales que incluye sólo la dotación de personal y la compra de bienes y servicios no personales, y que difiere del gasto corriente de las estadísticas de finanzas públicas, se desaceleró alcanzando un crecimiento real moderado de 2,6% anual para el semestre.

La formación bruta de capital fijo se expandió 2,6% en el semestre, reflejando una fuerte desaceleración en relación a la extraordinaria expansión observada en años previos. Esta situación se explicó por la moderación de la actividad de la construcción y por la disminución en el volumen de importaciones de bienes de capital del primer trimestre, la que, aunque se revirtió en el segundo trimestre, significó que en el semestre se registrara un moderado crecimiento de la maquinaria y equipos importados.

El sector exportador se vio favorecido durante el primer semestre por una coyuntura externa positiva, en términos no sólo de precios, sino también, de un aumento de la demanda externa derivada del ritmo de recuperación de la actividad de algunas de las economías industrializadas, especialmente de los Estados Unidos. Los productos no tradicionales mantuvieron un elevado dinamismo, a los cuales se unió la favorable situación de precio por la que atraviesa el cobre en los mercados externos.

Por último, el crecimiento de las importaciones ha reflejado la desaceleración de la actividad y del gasto, elementos que junto a la ya mencionada apreciación del peso, implicaron un aumento promedio de las compras al exterior de 4,1% en el semestre, lo que se compara con tasas del 17,2% anual en igual período de 1993. Cabe destacar, no obstante, que el crecimiento real de las importaciones de bienes y servicios ha tenido un fuerte repunte en el segundo trimestre, pasando su tasa de variación en doce meses de 1,0% en el primer trimestre a 8,0% en el segundo trimestre.

La desaceleración en el ritmo de crecimiento del producto durante el primer semestre de 1994, particularmente en relación al observado en los dos años anteriores, no impidió que el empleo continuara creciendo a tasas significativas, aunque a un ritmo más lento. En efecto, en el período enero-junio de 1994, el número de ocupados aumentó a una tasa promedio anual de 2,8%, en relación al mismo período del año anterior. Esto se compara con un crecimiento de 5,0% en promedio durante el primer semestre del año anterior. Por su parte, aun cuando también hubo una desaceleración en el crecimiento de la fuerza de trabajo, éste continuó siendo muy elevado, alcanzando una expansión de 3,8% en promedio en el primer semestre del año, lo que es moderadamente inferior al crecimiento promedio de 4,6% registrado el primer semestre de 1993. Este considerable aumento de la fuerza de trabajo, junto con el menor dinamismo relativo mostrado por el empleo, se reflejó en un moderado aumento en la tasa de desempleo a nivel

nacional, la que alcanzó 5,4% como promedio en los primeros seis meses del presente año, ocho décimas porcentuales por arriba de la cifra promedio del año 1993. Cabe destacar que, pese al mencionado aumento en la tasa de desocupación, ésta sigue situándose a niveles históricamente bajos a nivel nacional - particularmente en comparación con otros períodos de ajuste- así como también, en comparación con las tasas de desempleo registradas en otros países de la región (Cuadro 14).

IV. INFLACION Y REMUNERACIONES

En los primeros meses de 1994 y al igual que en 1993, la tasa de inflación no siguió el patrón de rápida desaceleración que caracterizó los años anteriores. En efecto, luego de bajar desde 27,3% a fines de 1990 hasta 12,7% en diciembre de 1992, la inflación ha mostrado un patrón relativamente estable de comportamiento. La inflación anual de 12,2%, alcanzada a fines de 1993, aun cuando se enmarcó dentro del objetivo para el año, significó una reducción menor que la registrada en años anteriores. El primer semestre de 1994 también se caracterizó por una tendencia a la estabilización del ritmo de inflación anual; sin embargo, a diferencia de lo ocurrido en 1993, este año la inflación fue más marcada durante el primer trimestre, disminuyendo en forma significativa y sistemática durante el segundo trimestre y en lo que va del tercero. Es así como a agosto de 1994 la variación en doce meses del índice de precios al consumidor fue de 11,2%, cifra que se compara favorablemente con la tasa de 13,6% registrada a igual período del año anterior y con el 13,7% de marzo recién pasado (Cuadro 3 y Gráfico 1).

Cabe destacar que la dinámica de los precios observada durante 1994 constituye un antecedente auspicioso, en el sentido que el ajuste de gasto empieza a rendir frutos en términos de inflación. Dado el rápido crecimiento del gasto verificado durante gran parte de 1993, y considerando la existencia de rezagos en la respuesta de la inflación a los procesos de ajuste -atribuibles principalmente al alto grado de indexación de la economía nacional- era anticipable que la inflación no cediera durante los primeros meses de 1994. Más aún, hay antecedentes que indican que hacia fines de 1993 la inflación subyacente era algo más elevada que la registrada efectivamente, debido a factores transitorios favorables que redujeron la inflación en los últimos dos meses del año pasado. En consecuencia, si bien la reducción observada en la inflación medida durante 1994 puede parecer modesta, ella no refleja la significativa caída que ha registrado la inflación subyacente, la que dado el nivel que registraba hacia fines de 1993, y de no haber mediado el proceso de ajuste, se habría acelerado en el curso de 1994.

Durante 1994, entre los distintos componentes del índice de Precios al Consumidor, la trayectoria más favorable la exhibió el rubro vestuario, con una variación en doce meses a julio de 1994 de 2,3%, mientras que la evolución más desfavorable se registró en el rubro de otros bienes y servicios, que incluye servicios de educación, salud, recreación y otros misceláneos, con una variación de 17,4% en doce meses. La alimentación, la vivienda y el transporte mostraron tasas de variación similares a la del índice general, con aumentos de 12,2%, 11,9% y 11,8%, respectivamente.

Los avances logrados durante los últimos años en el proceso de reducción de la inflación no hubieran sido posibles sin la perseverancia en la aplicación de políticas macroeconómicas coherentes. Cabe recordar al

respecto, que en el año 1990 se aplicó una rigurosa política de ajuste macroeconómico, la que en base a un prudente manejo de las políticas monetaria y fiscal permitió quebrar la tendencia ascendente de la inflación observada a fines de los años ochenta, para luego revertirla y entrar en la trayectoria decreciente de la tasa de inflación de los últimos años. El ajuste está siendo exitoso: la sostenida desaceleración en el crecimiento del gasto iniciada en 1993 ha permitido que, a partir del último trimestre de dicho año, su tasa de incremento haya sido inferior al ritmo de crecimiento del producto potencial y los beneficios de este proceso se están empezando a reflejar en el comportamiento que exhibe la inflación actualmente. Es así como durante el presente año se ha logrado disminuir el ritmo de crecimiento de los precios, particularmente de los bienes no transables. Con todo, debe tenerse presente que la consolidación de estos resultados requiere continuar con la estricta vigilancia de la expansión del gasto agregado, para lo cual es indispensable la mantención de una política monetaria prudente y la complementación de la política fiscal.

El control de la demanda agregada y la flexibilidad de la oferta laboral han contribuido a lograr un mercado del trabajo equilibrado, evitando así la generación de presiones adicionales de costos en el mercado laboral, que habrían podido contribuir a la aceleración inflacionaria. La mayor oferta laboral y la ausencia de expectativas de aceleración inflacionaria han sido determinantes para que los reajustes salariales evolucionen en forma relativamente estable. Antecedentes de los resultados de los convenios de negociación colectiva al primer semestre de 1994 señalan que el promedio de los reajustes iniciales por sobre la inflación pasada, alcanzaron a 1,4%, porcentaje que resulta bastante inferior al 2,9% registrado en igual período de 1993 (Cuadro 15).

Para continuar en la senda de reducción de la inflación, es necesario que dichos reajustes iniciales sean inferiores al crecimiento de la productividad media del trabajo, esperada o de tendencia, de modo de asegurar que el incremento de los costos laborales por unidad de producto sea inferior a la inflación pasada. Esto último es perfectamente compatible con un aumento de los salarios reales medios y, aún más, constituye la forma más sólida de asegurar que los salarios no se deterioren a futuro como producto de la inflación. Al mismo tiempo, el Banco Central insiste en la importancia de mantener el nivel de gasto, tanto público como privado, en rangos que eviten generar presiones de demanda que pongan en riesgo el proceso de reducción sostenida de la inflación.

La existencia de una indexación generalizada en la economía chilena, materializada, entre otros aspectos, en los mecanismos de indexación salarial a base de la inflación pasada, ha impuesto un severo límite a la velocidad de reducción de la tasa de inflación. En este sentido, el Banco Central se hace un deber en insistir que una mayor consideración explícita de la inflación proyectada decreciente -tanto en las negociaciones salariales como en todos los contratos nominales- es fundamental para permitir una más rápida y menos costosa convergencia hacia tasas de inflación doméstica de un dígito.

De acuerdo con el nuevo índice de costo de la mano de obra que elabora el INE desde abril de 1993 -que representa el costo del trabajo por hora para los empleadores-, la tasa de aumento de los salarios nominales aún no ha mostrado el quiebre de tendencia que es dable esperar como consecuencia del proceso de ajuste. En efecto, entre abril y diciembre de 1993 hubo un aumento nominal acumulado de 10,9% en el costo laboral, a razón de 1% mensual, en tanto durante los primeros seis meses de 1994 este aumento alcanzó a 5,8%, período con una equivalencia mensual igualmente del orden de 1%. Desde luego que este resultado puede estar afectado por la estacionalidad, pero el mismo se confirma al observar la tasa de crecimiento nominal en doce meses del costo de la mano obra durante el segundo trimestre de 1994, la que permanece estancada entre 15,5% y 16,1% (Cuadro 16B). Cabe señalar que el aumento de los salarios en los últimos meses de 1993 estuvo significativamente influenciado por el reajuste anual a los trabajadores del sector público, el que tuvo lugar en diciembre pasado y que significó un aumento general de salarios de 15% en ese sector. Si bien es efectivo que el aumento de los salarios públicos no afecta directamente los costos de producción en la economía, sí puede hacerlo por la vía de generar expectativas de mayores reajustes en el sector privado, o por medio del aumento del gasto público que el incremento en remuneraciones puede significar. En este sentido, es también importante que el reajuste del salario mínimo sea efectuado en torno a consideraciones económicas coherentes con el proceso de reducción de la inflación, porque ello constituye una señal significativa hacia el sector privado del esfuerzo que realiza la autoridad por avanzar en el logro de la meta inflacionaria. En tal sentido, el reajuste del salario mínimo realizado en mayo último, puede ser considerado consistente con la meta de inflación para 1994-95.

La evolución de las variaciones de los precios, en lo que va de 1994, ha constituido un avance en la consolidación de una trayectoria declinante de la inflación, en particular, si se considera que durante este período no se contó con algunas de las condiciones favorables que estuvieron presentes durante 1991 y 1992, y se tuvo que enfrentar las consecuencias de una excesiva expansión del gasto. En efecto, durante 1993 el grado de utilización de la capacidad productiva se incrementó, y un significativo crecimiento de las importaciones junto con un deterioro de los términos de intercambio redujeron las holguras en el sector externo. Frente a este escenario se hizo indispensable el proceso de ajuste de gasto, de manera de evitar que su expansión por encima de las posibilidades reales de la economía resultara en una aceleración de la tasa de inflación.

Con todo, y reiterando lo que el Banco Central ha señalado en ocasiones anteriores, la lucha contra la inflación está lejos de haber terminado y se requiere del concurso de todos los sectores para consolidar y proyectar los logros alcanzados. Es necesario insistir en la necesidad de mantener políticas que aseguren una expansión moderada en el gasto, tanto público como privado. Por otra parte, es fundamental que los empresarios y trabajadores aúnen esfuerzos para que las presiones de costos provenientes tanto del mercado laboral, de los márgenes de ganancias o de los sectores con baja productividad que reclaman

protección, sean cada vez más reducidas. Para ello se hace sumamente necesario que los contratos laborales y algunos precios administrados consideren sustituir los mecanismos de indexación desde la inflación pasada hacia la inflación objetivo, de modo de permitir una reducción más rápida en la inercia de los precios. Asimismo, los empresarios deberán flexibilizar sus márgenes de ganancias y redoblar sus esfuerzos para aumentar la productividad. De cualquier forma, debe tenerse presente que es la firme decisión del Banco Central mantener su compromiso antiinflacionario, para lo que continuará aplicando en forma global y coherente su política dirigida a la reducción gradual y sostenida de la inflación.

V. El SECTOR EXTERNO

V.1 La cuenta corriente.

Según cifras provisionales, la cuenta corriente de la balanza de pagos presentó durante el primer semestre del año un déficit de US$ 241 millones, lo que significó una mejoría de US$ 514 millones respecto a igual período del año anterior. Este cambio, aunque afectó a casi todas los ítem de esa cuenta, fue producto principalmente de la recuperación de la balanza comercial en respuesta a las mejores condiciones de mercado que enfrentaron las exportaciones chilenas y a los efectos sobre las importaciones del proceso de ajuste del gasto. En efecto, luego de terminar el primer semestre de 1993 con un déficit de US$ 136 millones, en el mismo período de 1994 se alcanzó un superávit comercial de US$ 241 millones. Lo anterior fue el resultado del crecimiento de 9,4% en el total de las exportaciones, acompañado de un aumento de sólo 1,5% en el valor de las importaciones (FOB) (Cuadros 17 y 18).

El incremento de las exportaciones totales en el semestre derivó del crecimiento de 16% en las exportaciones de productos distintos de cobre, que más que compensó la reducción de 2,7% en el valor de las exportaciones de dicho metal. La caída de las exportaciones de cobre se originó en la disminución de 4,4% de sus precios durante el semestre ya que la baja de 18,2% en los precios del metal en el primer trimestre del año no alcanzó a ser compensada por la importante recuperación registrada a partir del mes de mayo.

El aumento en el valor de las exportaciones distintas de cobre respondió principalmente al positivo comportamiento de los volúmenes que se incrementaron en 14%. Las exportaciones llamadas principales o tradicionales incrementaron su volumen en 10%, en tanto las no tradicionales lo hicieron en 19%. En cuanto a los precios, los de las exportaciones principales mostraron un aumento de 3,5%, mientras que los de las exportaciones no tradicionales experimentaron una leve caída. Con todo, las exportaciones no tradicionales continuaron presentando un importante ritmo de expansión, llegando a representar casi el 35% del valor total de las exportaciones en el primer semestre del año (Cuadro 19).

La recuperación de la economía internacional, así como la normalización de factores coyunturales de oferta, que produjeron efectos negativos en la evolución de las exportaciones del primer semestre del año anterior, hicieron posible la recuperación en los precios y los volúmenes de algunos productos importantes.

Contribuyeron especialmente al crecimiento en el valor de las exportaciones tradicionales el hierro, la

plata metálica, el óxido y ferromolibdeno, el oro, la harina de pescado, la madera aserrada y cepillada, la celulosa, el metanol y algunas variedades de frutas tales como manzanas, peras, ciruelas y kiwis. Estos productos representaron el 70% del total de las exportaciones tradicionales en el período y los incrementos en sus valores resultaron, principalmente, de aumentos en los volúmenes embarcados. Se exceptúan el metanol, la madera cepillada y el oro que presentaron significativos crecimientos en volúmenes y precios, así como las manzanas y la plata, cuyos incrementos de valor se debieron solamente a mejoras en los precios.

El total de fruta fresca, pese a los incrementos ya señalados para varios de sus componentes, tuvo una disminución de 1% en el valor exportado. No obstante haber incrementado el volumen, los precios decrecieron, lo que debe atribuirse al principal producto del sector, la uva, que con una baja de 8% en su precio, logró anular el aumento en el valor de las demás variedades de frutas.

En relación a las exportaciones no tradicionales, debe destacarse el crecimiento de algunos productos industriales derivados del agro, tales como jugos de fruta, fruta congelada sin azúcar y pasas, productos industriales del sector forestal, como chips de madera y muebles, así como productos industriales derivados del mar, como conservas de pescado y moluscos frescos y congelados, y algunos de la industria química, como nitrato de potasio y agar-agar (Cuadro 20).

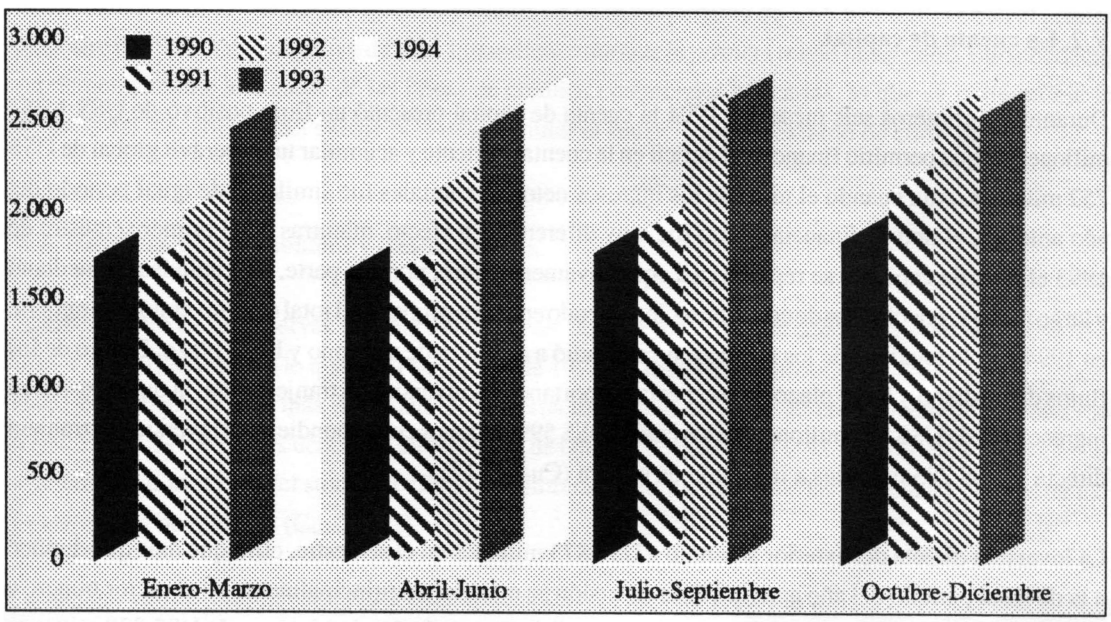
Consistente con la política de ajuste del gasto, las importaciones FOB se incrementaron en el semestre en sólo 1,5% (Gráfico 12). Sin embargo, en el segundo trimestre se observó una marcada recuperación, en particular en las de bienes de capital, lo que es atribuible en gran parte a la mayor inversión extranjera materializada en el período. Tanto las importaciones de bienes de consumo como las de capital presentaron en el semestre incrementos de valor del orden de 3%. Por su parte, las importaciones de bienes intermedios tuvieron una leve disminución, como consecuencia de la fuerte baja en el valor de las importaciones de combustibles derivada de una caída de 19% en el precio del petróleo respecto de igual período del año anterior, lo que compensó el crecimiento en las importaciones de otros bienes intermedios. En la evolución de las importaciones de bienes de consumo del primer semestre influyó la baja en la importación de automóviles, la que se redujo en 13% en relación con igual período de 1993.

La participación relativa de los distintos tipos de importaciones se ha mantenido bastante estable en el último año: los bienes de consumo representan 18% del total, los intermedios 51%, en tanto que los de capital alcanzan a 31% del valor total de las importaciones del semestre.

El resultado neto de servicios y transferencias unilaterales también evolucionó favorablemente, presentando un saldo negativo de US$ 482 millones, inferior al de igual período del año anterior. El total de servicios

Gráfico 12

IMPORTACIONES DE BIENES FOB
(Valores trimestrales, en millones de dólares)



no financieros presentó un saldo positivo de US$ 120 millones, el que más que duplicó al de igual período de 1993 (Cuadro 21). Este resultado fue consecuencia de un incremento de 17,8% en los ingresos por viajes, el que se concentró en el primer trimestre del año. La cuenta de servicios financieros, que incluye el pago neto de intereses y utilidades de la inversión extranjera y que presenta tradicionalmente un saldo negativo, mejoró significativamente (Cuadro 22). Es así como los intereses pagados decrecieron como consecuencia de una disminución en aquellos correspondientes a la deuda externa de mediano y largo plazo. Las menores tasas de interés internacionales observadas a comienzos de 1993 afectaron, con un año de desfase, los pagos de intereses por concepto de deuda externa del programa financiero de los años 1983 a 1991.

Los egresos por utilidades y dividendos de la inversión extranjera también experimentaron una disminución en el semestre. Menores remesas por concepto de inversiones asociadas al Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales explicaron este resultado. En efecto, durante el primer semestre de 1993, el egreso por este concepto fue de US$ 155 millones, particularmente a través del mercado informal de divisas, en tanto en igual período de 1994 alcanzaron un monto de US$ 31 millones.

Ello fue parcialmente contrarrestado por un mayor egreso por utilidades de inversión asociada al DL. 600, el que en el primer semestre de 1993 había sido relativamente bajo.

V.2 **La cuenta de capital.**

Durante los primeros seis meses de 1994 la cuenta de capital presentó un flujo positivo de US$ 1.253 millones, lo que permitió financiar el déficit en la cuenta corriente y acumular un superávit global de US$ 752 millones. Aun cuando el nivel de los ingresos netos de capitales fue similar al de igual período del año anterior, el tipo de financiamiento fue muy diferente. En efecto, mientras en el primer semestre de 1993 el flujo de capitales se repartía casi equitativamente entre, por una parte, los capitales de mediano y largo plazo y, por otra, los de corto plazo, incluyendo entre los primeros el total de la inversión extranjera, en 1994 casi la totalidad de los influjos correspondió a capitales de mediano y largo plazo. Dentro de los flujos de mediano y largo plazo tuvo especial importancia la inversión extranjera neta, la que registró un ingreso neto de US$ 884 millones, de los cuales US$ 599 millones correspondieron a inversión extranjera directa y US$ 285 millones a inversión de cartera (Cuadro 17).

La inversión directa del exterior ascendió a US$ 873 millones en el semestre, cifra que más que duplicó a la de igual período del año anterior. Esta inversión se materializó principalmente en el sector minero e ingresó al amparo del DL 600. Cabe destacar que dicho monto incluyó el ingreso de US$ 330 millones por concepto de la participación de capital extranjero en el mineral El Abra. Por su parte la inversión directa al exterior fue de US$ 274 millones, cifra superior a la de igual período de 1993. La inversión extranjera clasificada como de cartera alcanzó a US$ 285 millones en términos netos. Aquella proveniente del exterior alcanzó a US$ 452 millones y fue ingresada casi exclusivamente bajo la modalidad de ADR. Esta continúa siendo una atractiva fuente de financiamiento para las empresas nacionales y ha reemplazado en buena medida el financiamiento tradicional vía créditos externos.

Los flujos de otros capitales de mediano y largo plazo correspondiente principalmente a créditos externos, alcanzó en términos netos a US$ 478 millones en el semestre, con desembolsos por US$ 1.132 millones, en parte importante asociados a la inversión extranjera, y amortizaciones por US$ 622 millones. Los desembolsos fueron levemente superiores a los de igual período del año anterior, pero inferiores a los del segundo semestre de 1993, lo que confirma la tendencia a reemplazar créditos externos por inversión directa y de cartera. Por otra parte, en cuanto a la composición por deudor, los créditos se dirigieron mayoritariamente a empresas del sector privado. Es así como los flujos netos al sector público y al sector financiero alcanzaron valores negativos en el semestre. Dentro del endeudamiento del sector privado destacan las empresas mineras Zaldívar, La Candelaria, Quebrada Blanca, Cía Minera Amax y Guanaco,

las empresas eléctricas del Norte y Pangue y la Compañía de Acero del Pacífico.

Los capitales de corto plazo, por el contrario, disminuyeron drásticamente su importancia en el financiamiento de la cuenta de capitales, pasando de un saldo positivo de US$ 675 millones en el primer semestre de 1993, a uno negativo de US$ 110 millones durante la primera mitad de este año. Ello obedeció fundamentalmente a la caída de las líneas de créditos comerciales bancarias, lo que en parte refleja la eficacia del mecanismo del encaje para desestimular el financiamiento externo de corto plazo.

V.3 **Reservas internacionales y deuda externa.**

El crecimiento de las reservas internacionales netas durante los primeros ocho meses del año alcanzó a US$ 1.217 millones, con lo que al 31 de agosto de 1994 las reservas alcanzaron a US$ 10.976 millones, saldo equivalente a algo más de un año de importación de bienes FOB. El crecimiento de las reservas internacionales fue consecuencia de un superávit de balanza de pagos por US$ 708 millones hasta agosto y de una revalorización del stock por efecto de cambios en las paridades de las monedas y precios de los instrumentos de reservas (Cuadro 23).

La deuda externa presentó en el semestre un crecimiento neto de US$ 739 millones, el que reflejó una disminución de la deuda externa de corto plazo y un aumento de US$ 847 millones en la deuda externa de mediano y largo plazo, reiterando la tendencia al aumento de la participación de los pasivos de mediano y largo plazo dentro del total (Cuadro 24). Cabe señalar que del incremento de la deuda total, US$ 509 millones correspondieron a flujos efectivos netos y US$ 230 millones a revalorización de los stocks. Este último efecto se produjo por el cambio de las paridades internacionales, al disminuir el valor del dólar respecto del yen y el marco alemán. Por otra parte, se puede constatar que se mantuvo la tendencia a un cambio en la composición de los pasivos en favor del endeudamiento privado. En efecto, mientras el endeudamiento neto de empresas del sector privado, orientado principalmente a los proyectos de inversión en desarrollo, mineros y eléctricos, fue positivo, se puede apreciar un fuerte desendeudamiento del sector público. Durante el primer semestre, al excluirse el efecto del cambio en paridades, el sector público se desendeudó en US$ 211 millones. Por otra parte, en el primer semestre del año el mayor flujo neto efectivo de fondos de deuda provino de los bancos e instituciones financieras, seguido por otros acreedores como las empresas filiales de inversión extranjera. Por el contrario, se observó un desendeudamiento con los organismos multilaterales de crédito.

VI. EL PROGRAMA MONETARIO Y EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

VI.1 El programa monetario.

Durante 1995, el Banco Central continuará aplicando una política consistente con el objetivo de reducir gradualmente la tasa de inflación, lo que supone mantener una instancia de política monetaria que permita moderar el efecto de los componentes inerciales de la inflación y asegurar que el nivel de la demanda agregada se encuentre por debajo de los límites que creen riesgo inflacionario. En este contexto, el programa macroeconómico global contempla un crecimiento para el gasto agregado algo inferior al del producto en el año 1995.

El Banco Central estima que la evolución del gasto agregado, del producto y de los precios de los bienes no transables permitirá que la inflación ceda durante el segundo semestre, alcanzándose la meta propuesta para 1994. Durante 1995, asimismo, la economía chilena estaría en condiciones de alcanzar una tasa de inflación en torno a 9%. A dicho fin, el Banco Central continuará aplicando sus políticas de forma tal de garantizar el cumplimiento de estas metas.

En la actualidad, los saldos monetarios reales se ajustan a lo demandado por los agentes económicos privados, dado que el instituto emisor fija las tasas de interés de los PRBC y los agentes económicos los saldos monetarios. Las variaciones proyectadas en la demanda de dinero para el próximo año son levemente superiores al crecimiento estimado del producto, reflejando el menor costo de oportunidad de mantener dinero que resulta de la disminución prevista en la inflación y, consecuentemente, en la tasa de interés nominal proyectada para 1995. En efecto, se espera un crecimiento real en doce meses a diciembre de 1995 del orden de 6% tanto para el circulante como para el dinero privado M1A, cifra que supera el crecimiento proyectado para el PIB.

VI.2 El balance del Banco Central.

Las proyecciones macroeconómicas, de balanza de pagos y de agregados monetarios, en conjunto con los compromisos financieros y las recuperaciones de créditos, establecen el marco para programar la evolución del balance del Banco Central. Los flujos de fondos y el devengo de intereses y reajustes asociados a los distintos activos y pasivos, son los elementos básicos de este ejercicio de programación.

Los flujos de fondos de mayor volatilidad se originan en la compra y venta de divisas extranjeras y en la

colocación y servicio de pagarés emitidos. Por otra parte, los devengos de intereses y reajustes, principales determinantes de las utilidades o pérdidas contables, responden a la evolución del tipo de cambio, la inflación y las tasas de interés internas y externas.

A pesar de su relevancia en la determinación del resultado contable proyectado, el tipo de cambio y las tasas de interés domésticas utilizadas en la proyección del balance constituyen sólo valores referenciales y no implican metas de la programación monetaria. El supuesto de inflación, en cambio, es indicativo de los objetivos perseguidos al respecto, y se ha programado en 9%.

A continuación se presenta la proyección de los flujos de caja correspondiente a la gestión monetaria del año 1995. Sobre la base de estos flujos de caja y de los supuestos de tasas de interés e inflación, se presenta luego una estimación de la posición patrimonial del Banco Central hacia fines del próximo año.

VI.2.1 **Presupuesto de caja.**

Para efectos de analizar o programar los flujos de caja, las cuentas del balance del Banco Central se agrupan en cuatro grandes categorías:

Por el lado de los pasivos:

a) El circulante (C), es decir, los billetes y monedas en circulación, que corresponden a aquella parte del dinero del sector privado mantenido fuera del sistema bancario.

b) Los pasivos externos de mediano y largo plazo (PEMLP), que corresponden a la deuda externa del Banco Central excluida de la definición de reservas internacionales netas.

A su vez, en los activos, se consideran dos categorías de activos netos:

a) Las reservas internacionales netas (RIN), que incluyen a los activos externos más líquidos, netos de los pasivos externos de corto plazo o contraídos con instituciones monetarias externas.

b) Los activos domésticos netos (ADN) con residentes en el país, que, por igualdad contable, equivalen a la suma de C más PEMLP menos RIN. Entre estos activos se incluyen los créditos al sistema bancario y al sector privado entre otros, netos de pasivos como la deuda interna, el encaje, otros depósitos del sistema financiero en el Banco Central y el capital y reservas, entre otros.

La igualdad entre los activos y pasivos totales se puede plantear en términos de variaciones, a las cuales se asocian flujos de fondos. En las expresiones que siguen «Δ(x)» simboliza las variaciones absolutas de la variable «x».

$$\Delta(\text{Activos Totales}) = \Delta(\text{Pasivos Totales})$$

la que puede dividirse en sus componentes,

$$\Delta(RIN) + \Delta(ADN) = \Delta(C) + \Delta(PEMLP)$$

y reordenarse,

$$\Delta(ADN) = \Delta(C) - \Delta(RIN) + \Delta(PEMLP)$$

Para fines de programación monetaria, los flujos de caja asociados a la colocación y rescate de pagarés de deuda interna, que están incluidos en Δ(ADN), constituyen la variable residual. Es decir, las operaciones con instrumentos de deuda interna son el medio por el cual el Banco Central equilibra la oferta y demanda de fondos que afectan su balance.

La variación del circulante, Δ(C), se vincula con la expansión de la demanda de liquidez, la que responde a la variación esperada en la demanda de dinero. A su vez, la variación de reservas internacionales netas, Δ(RIN), equivale al saldo proyectado de la balanza de pagos. Por último, la variación de deuda externa del Banco Central Δ(PEMLP), deriva de las proyecciones de flujos netos de créditos externos del Banco Central que se contemplan en la proyección de la balanza de pagos.

Las variaciones o flujos de caja esperados para estas partidas durante 1995 son los siguientes:

Circulante	$	100 mil millones
Reservas internacionales netas	$	600 mil millones
Pasivos externos (disminución)	$	- 100 mil millones

Dados los flujos de caja proyectados para circulante, reservas y pasivos externos, y de acuerdo a la identidad contable anteriormente señalada, la variación de los activos domésticos netos deberá ser contractiva en términos netos por un valor de $ 600 mil millones, el que será alcanzado realizando una colocación neta de pagarés por $ 100 mil millones.

Efectivamente, dado que las otras operaciones con activos domésticos netos, esto es, excluyendo las que se refieren a colocación y rescate de pagarés del Banco Central, se programan con un flujo contractivo de $ 500 mil millones para 1995, para cumplir con el flujo de caja contractivo de los activos domésticos de $ 600 mil millones es necesaria una colocación neta de pagarés por la diferencia. Esto significa que el

endeudamiento interno del Banco Central, reflejado en estos pagarés, crecería en los $ 100 mil millones señalados más los intereses y reajustes que devenga la deuda actualmente vigente, que se estiman en $ 1.200 miles de millones. El incremento nominal total de la deuda interna sería de $ 1.300 miles de millones durante 1995.

VI.2.2 **Balance del Banco Central.**

Las operaciones de caja referidas en el punto anterior, junto a los intereses y reajustes devengados por cada partida del balance durante el período en referencia, permiten programar el valor nominal de los saldos respectivos. Sobre la base de la programación macroeconómica que se ha descrito y a las estimaciones de los saldos del período base, se obtiene la proyección del balance patrimonial del Banco Central para 1995 (Cuadro 5).

El valor contable del patrimonio del Banco Central, se proyecta estable en términos nominales, lo que significa una pérdida, después de corrección monetaria, del orden de $70 mil millones (equivalente a US$ 150 millones). Cabe destacar que este resultado, siendo negativo, es menos desfavorable que la pérdida proyectada para 1994 (US$ 200 millones). Este mejoramiento relativo del resultado contable proyectado para 1995 se explica por las recientes alzas en las tasas de interés internacionales, que mejorarían el rendimiento de las RIN y de los pagarés del Fisco, que también están denominados en moneda extranjera y devengan intereses en función de tasas internacionales.

Hacia fines de 1995, si el conjunto de variables económicas y financieras evoluciona en los rangos proyectados, el endeudamiento interno del Banco Central a través de pagarés llegaría a unos $ 8.100 miles de millones, comparado con un nivel estimado de $ 6.800 miles de millones a diciembre del presente año. Esto es, se verificaría un aumento nominal anual de la deuda interna de alrededor de 19%. Teniendo en cuenta que la estimación de crecimiento nominal del producto para 1995 es inferior a ese rango, se concluye que la relación pagarés del Banco Central sobre PIB aumentaría a 34% hacia fines de 1995, respecto del nivel de 33% proyectado para fines del año en curso. Sin embargo, esta variable se proyecta decreciente para los años siguientes, en la medida que se recupere el dinamismo del crecimiento económico y se moderen los excedentes de la balanza de pagos. Desde esa perspectiva, los resultados contables negativos que se proyectan para los próximos años no constituyen, por sí mismos, un impedimento para el cumplimiento de las metas de reducción de la inflación que el Banco Central se ha planteado. Cabe señalar, sin embargo, que una más estrecha correspondencia entre el costo de sus pasivos y la rentabilidad de sus activos permitiría al Banco Central alcanzar los objetivos de estabilización haciendo uso de una política monetaria menos restrictiva.

CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1

PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA 1994 Y 1995

Especificación	1993	1994	1995
		(variaciones porcentuales)	
1. Producto interno bruto	6.3	4	5 - 5,5
2. Indice de precios al consumidor	12.2	11	+/- 9
3. Volumen de las exportaciones de bienes	3.8	9	9
a) Cobre	2.1	7	11
b) No cobre	4.8	10	7
		(porcentajes del PIB)	
4. Déficit en cuenta corriente a precios corrientes	4.9	2.5	2.9
5. Formación bruta de capital fijo a precios constantes	26.5	26.5	26.5
		(centavos de US$ por libra)	
6. Precio del cobre	86.2	97	99

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 2

BALANZA DE PAGOS: CIFRAS ANUALES
(Millones de dólares)

Especificación	Efectiva 1993	Proyectada 1994	Proyectada 1995
I. CUENTA CORRIENTE	**-2,092**	**-1,200**	**-1,500**
A. Balanza comercial	-979	-100	100
1. Exportaciones FOB	9,202	10,700	12,000
2. Importaciones FOB	-10,181	-10,800	-11,900
B. Servicios no financieros	5	100	0
Créditos	2,634	2,900	3,100
Débitos	-2,629	-2,800	-3,100
C. Servicios financieros	-1,503	-1,550	-2,100
Intereses netos	-711	-650	-900
Utilidades	-792	-900	-1,200
D. Transferencias	385	350	500
II. CUENTA DE CAPITALES	**2,763**	**3,000**	**2,800**
A. Capitales de mediano y largo plazo	1,672	2,300	2,400
1. Inversión extranjera (a)	1,153	1,500	1,600
a) Directa	410	800	800
Del exterior	841	1,300	1,400
Al exterior	-431	-500	-600
b) De cartera	743	700	800
Del exterior	833	1,000	1,100
Al exterior	-90	-300	-300
2. Desembolsos créditos DL 600	847	800	900
3. Otros desembolsos	1,438	1,350	1,600
4. Amortizaciones	-1,462	-1,300	-1,700
5. Otros (b)	-304	-50	0
B. Capitales de corto plazo	1,091	700	400
1. Líneas comerciales bancarias	214	100	400
2. Otros (c)	878	600	0
III. ERRORES Y OMISIONES	**-94**	**-300**	**0**
IV. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	**578**	**1,500**	**1,300**

(a) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, Capítulo XIX e inversiones al exterior.
(b) Incluye pago de reversión de retiming en 1994 y 1995, financiamiento por leasing y variación de activos externos y operaciones por rescate de deuda externa contabilizada a valor de flujo.
(c) Incluye contrapartida por operaciones de rescate de deuda externa.
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 3

INDICES DE PRECIOS

Fecha	AL CONSUMIDOR (Base: abril 1989 = 100)			AL POR MAYOR (Base: junio 1992 = 100)		
	Indice	Variaciones		Indice	Variaciones	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1989 Promedio	105.23	-	21.4 (a)	61.46	-	22.8 (a)
1990 Promedio	132.63	-	27.3 (a)	74.84	-	25.7 (a)
1991 Promedio	161.52	-	18.7 (a)	90.95	-	16.5 (a)
1992 Promedio	186.44	-	12.7 (a)	101.61	-	8.9 (a)
1993 Promedio	210.17	-	12.2 (a)	110.32	-	6.7 (a)
1993						
Enero	198.64	0.2	11.7	105.97	-0.9	7.3
Febrero	199.44	0.4	12.8	105.70	-0.3	7.5
Marzo	200.57	0.6	12.7	106.77	1.0	8.8
Abril	203.38	1.4	12.8	108.03	1.2	9.6
Mayo	206.35	1.5	13.2	109.61	1.5	10.5
Junio	207.37	0.5	13.0	109.93	0.3	9.9
Julio	209.41	1.0	12.8	110.54	0.6	8.8
Agosto	213.88	2.1	13.6	112.04	1.4	8.9
Septiembre	216.37	1.2	12.3	112.84	0.7	8.0
Octubre	221.94	2.6	13.6	114.25	1.3	8.9
Noviembre	222.13	0.1	12.1	114.05	-0.2	8.0
Diciembre	222.57	0.2	12.2	114.14	0.1	6.7
1994						
Enero	224.89	1.0	13.2	114.20	0.1	7.8
Febrero	225.59	0.3	13.1	114.46	0.2	8.3
Marzo	228.13	1.1	13.7	115.81	1.2	8.5
Abril	229.25	0.5	12.7	115.92	0.1	7.3
Mayo	232.52	1.4	12.7	117.01	0.9	6.8
Junio	233.76	0.5	12.7	118.28	1.1	7.6
Julio	235.16	0.6	12.3	118.99	0.6	7.6
Agosto	237.77	1.1	11.2	120.79	1.5	7.8

(a) Variación diciembre a diciembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 4

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

(Variaciones nominales porcentuales)

Fecha	Mes				Año (a)				12 meses			
	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7
1993												
Enero	-0.2	1.6	9.6	3.8	-0.2	1.6	9.6	3.8	14.1	29.5	35.1	30.2
Febrero	11.0	5.7	1.3	0.5	10.8	7.4	11.0	4.3	31.2	30.4	35.8	27.6
Marzo	-7.2	-0.4	0.2	1.0	2.8	6.9	11.2	5.4	-29.0	25.5	6.9	26.8
Abril	0.6	-0.2	0.6	1.8	3.4	6.7	11.8	7.3	-18.4	22.2	10.1	28.3
Mayo	2.0	-1.1	-2.2	1.0	5.5	5.5	9.4	8.4	17.3	22.0	18.1	28.4
Junio	-4.3	-0.6	-1.2	2,4	1.0	4.8	8.1	11.0	16.7	20.7	17.2	27.1
Julio	2.7	-0.6	-1.8	2.2	3.6	4.1	6.1	13.4	20.5	22.9	18.1	26.6
Agosto	-2.5	-1.3	-0.7	1.6	1.1	2.8	5.3	15.3	19.8	23.2	16.6	26.1
Septiembre	2.4	4.4	0.5	1.8	3.5	7.3	5.9	17.4	6.2	20.2	14.7	27.0
Octubre	-0.7	-2.0	0.9	2.5	2.8	5.2	6.9	20.4	12.9	22.3	21.1	27.6
Noviembre	2.1	-0.6	-0.5	2.3	4.9	4.6	6.3	23.1	21.5	19.8	19.6	26.4
Diciembre	11.9	15.9	15.0	2.9	17.4	21.1	22.2	26.7	17.4	21.1	22.2	26.7
1994												
Enero	-1.0	0.3	5.1	1.4	-1.0	0.3	5.1	1.4	16.5	19.5	17.3	23.9
Febrero	2.4	2.7	-1.6	1.5	1.4	3.0	3.4	2.9	7.4	16.1	13.9	25.0
Marzo	-2.2	-0.3	0.2	1.0	-0.9	2.6	3.6	4.0	13.2	16.3	13.9	25.0
Abril	0.6	-2.5	-2.1	0.1	-0.3	0.1	1.4	4.1	13.1	13.6	10.9	23.0
Mayo	0.5	-0.4	0.4	0.6	0.2	-0.3	1.8	4.8	11.5	14.5	13.8	22.5
Junio (b)	-3.3	-0.5	1.3	1.7	-3.0	-0.8	3.2	6.6	12.7	14.7	16.7	21.6
Julio (b)	2.2	-1.0	-1.2	2.0	-0.8	-1.7	1.9	8.8	12.3	14.3	17.4	21.5
Agosto (b)	-1.2	-2.2	-0.5	1.4	-2.1	-3.9	0.8	10.3	13.7	13.2	17.6	21.2

E: Emisión
C: Circulante
M1A: Circulante + Cuentas corrientes y otros depósitos vista del sector privado no financiero netos de canje (corresponde a la medición corregida de dinero privado)
M7: M1A + Depósitos a plazo del sector privado + Depósitos de ahorro a la vista y a plazo incluidos los de vivienda + Documentos del Banco Central en poder del sector privado no financiero + Pagarés de la Tesorería en poder del sector privado no financiero + Letras de crédito en poder del sector privado no financiero + Depósitos en moneda extranjera del sector privado

(a) Acumulado en el año respecto a diciembre del año anterior.
(b) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 5

BALANCE PATRIMONIAL DEL BANCO CENTRAL
(Saldos en miles de millones de pesos)

Especificación	1993 Dic.	1994 Jun.	1994 Dic. (a)	1995 Dic. (a)	Var. porcentual Dic.94/ Dic.93	Var. porcentual Dic.95/ Dic.94
1. Activos	**10,054**	**10,609**	**11,400**	**12,800**	**13.4**	**12.3**
1.1 Reservas internacionales	4,528	4,997	5,600	6,700	23.7	19.6
(millones de dólares)	*9,767*	*11,004*	*12,090*	*13,695*	23.8	13.3
1.2 Activos internos	5,526	5,612	5,800	6,100	5.0	5.2
1.2.1 Pagarés del fisco	3,471	3,492	3,600	3,800	3.7	5.6
1.2.2 Cartera subordinada	1,561	1,633	1,800	2,000	15.3	11.1
1.2.3 Otros activos	494	487	400	300	-19.0	-24.9
2. Pasivos	**9,238**	**9,834**	**10,600**	**12,000**	**14.7**	**13.2**
2.1 Pasivos externos de mediano plazo	889	884	900	800	1.3	-11.1
(millones de dólares)	*1,917*	*1,947*	*1,943*	*1,635*	1.4	-15.8
2.2 Pasivos internos	2,000	2,333	2,100	2,100	5.0	0.0
2.2.1 Encaje y cuentas corrientes en moneda extranjera	520	587	500	500	-3.8	0.0
2.2.2 Depósitos y otras obligaciones	1,480	1,745	1,600	1,600	8.1	0.0
2.3 Emisión	700	722	800	1,000	14.3	25.0
2.4 Pagarés del Banco Central	5,650	5,896	6,800	8,100	20.4	19.1
3. Patrimonio (1 - 2)	**816**	**775**	**800**	**800**	**-1.9**	**0.0**

(a) Estimación preliminar.
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 6

TIPO DE CAMBIO OBSERVADO REAL

(Base: promedio 1986 = 100)

Fecha	INDICE TOTAL (a)			INDICE SIN AMERICA LATINA (b)		
	Indice	Variación porcentual		Indice	Variación porcentual	
		Mes	Año (c)		Mes	Año (c)
1988 Promedio	111.2	-	6.6 (d)	108.3	-	3.9 (d)
1989 Promedio	108.6	-	-2.3 (d)	101.8	-	-6.0 (d)
1990 Promedio	112.7	-	3.8 (d)	99.2	-	-2.5 (d)
1991 Promedio	106.4	-	-5.6 (d)	95.5	-	-3.8 (d)
1992 Promedio	97.6	-	-8.3 (d)	88.4	-	-7.4 (d)
1993 Promedio (e)	96.9	-	-0.8 (d)	86.8	-	-1.7 (d)
1993 (e)						
Enero	95.6	0.3	-2.1	85.9	0.1	-2.8
Febrero	96.1	0.6	-1.8	86.4	0.6	-2.6
Marzo	98.6	2.6	-0.8	88.7	2.7	-1.6
Abril	100.0	1.4	0.0	90.3	1.8	-0.7
Mayo	100.1	0.1	0.5	90.1	-0.2	-0.2
Junio	98.8	-1.2	0.6	88.9	-1.3	0.0
Julio	97.3	-1.5	0.5	87.1	-2.0	-0.2
Agosto	96.4	-1.0	0.3	86.2	-1.0	-0.5
Septiembre	96.3	0.0	0.1	86.1	-0.1	-0.8
Octubre	94.4	-2.1	-0.2	84.2	-2.2	-1.2
Noviembre	93.3	-1.1	-0.6	83.2	-1.3	-1.6
Diciembre	95.6	2.4	-0.7	85.1	2.3	-1.8
1994 (e)						
Enero	95.6	0.0	-1.4	84.9	-0.2	-2.2
Febrero	95.7	0.2	-1.3	85.3	0.4	-2.0
Marzo	96.1	0.4	-1.1	85.4	0.2	-1.8
Abril	94.7	-1.5	-1.4	84.1	-1.5	-2.1
Mayo	93.6	-1.1	-1.8	83.5	-0.7	-2.5
Junio	92.9	-0.7	-2.2	82.7	-0.9	-2.8

(a) Se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cuociente entre la inflación externa relevante y el IPC. La inflación externa se calcula con los IPM de los principales socios comerciales, expresados en dólares, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluyendo petróleo y cobre) que Chile realiza con ellos (aproximadamente un 75% del comercio global de Chile en 1989, excluidos el petróleo y el cobre). Tanto los IPM como los tipos de cambio de los países se incorporan en forma de variaciones mensuales.
(b) Utiliza la misma definición de (a), excluyendo a los socios comerciales de América Latina.
(c) Promedio acumulado en el año respecto al promedio del año anterior.
(d) Variación media anual.
(e) Cifras provisionales.
Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro 7

TASA DE INTERES DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL

(Tasa de corte anual sobre UF)

Fecha	PRBC		PRC (a) (b)						
	90 días	360 días	4 años	6 años	8 años	10 años	12 años	14 años	20 años
1993									
Enero	6.5	7.3	7.7	7.7	7.6	7.6	(-)	(-)	(-)
Febrero	6.5	7.2	7.6	7.6	7.5	7.5	7.4	7.4	7.2
Marzo	6.5	7.3	7.6	(-)	7.5	7.5	7.4	7.4	7.3
Abril	6.5	7.1	7.6	(-)	7.5	7.5	7.4	7.4	7.3
Mayo	6.5	7.1	7.7	(-)	7.7	7.6	7.6	7.6	7.4
Junio	6.5	7.0	7.4	(-)	7.4	7.4	7.3	7.3	7.2
Julio	6.5	7.2	7.2	(-)	7.0	7.0	6.9	6.9	6.8
Agosto	6.5	6.7	6.8	(-)	6.6	6.6	6.6	6.5	6.4
Septiembre	6.5	(-)	6.5	(-)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3
Octubre	6.5	(-)	6.6	(-)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4
Noviembre	6.5	(-)	6.7	(-)	6.5	6.5	6.5	6.5	6.4
Diciembre	6.5	(-)	6.6	(-)	6.4	6.4	6.4	6.4	6.3
Promedio	**6.5**	**7.1**	**7.2**	**7.7**	**7.1**	**7.0**	**6.9**	**6.9**	**6.8**
1994									
Enero	6.5	(-)	6.5	(-)	6.3	6.3	6.2	6.2	6.1
Febrero	6.5	(-)	(-)	(-)	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9
Marzo	6.5	(-)	(-)	(-)	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9
Abril	6.5	(-)	(-)	(-)	6.1	6.1	6.1	6.0	5.9
Mayo	6.5	(-)	(-)	(-)	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8
Junio	6.5	(-)	(-)	(-)	6.1	6.0	5.9	5.9	5.8
Julio	6.5	(-)	(-)	(-)	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9
Agosto	6.5	(-)	(-)	(-)	6.1	6.1	6.0	6.0	5.9
Promedio (c)	**6.5**	(-)	**6.5**	(-)	**6.1**	**6.1**	**6.0**	**6.0**	**5.9**

(a) A contar de las licitaciones del día 16 de febrero de 1993, el Banco Central comenzó a licitar PRC a doce, catorce y veinte años. Además, se suspendió la licitación de PRC a seis años.

(b) A contar de las licitaciones del día 1 de febrero de 1994, el Banco Central suspendió la licitación de PRC a cuatro años.

(c) Promedio de los primeros ocho meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 8

TASAS DE INTERES REAJUSTABLES DE 90 A 365 DIAS

(Promedios mensuales del sistema financiero)

Fecha	Captación	Colocación	Spread
1988 Promedio	4.6	7.6	3.1
1989 Promedio	6.8	9.4	2.7
1990 Promedio	9.4	13.3	3.8
1991 Promedio	5.4	8.5	3.1
1992 Promedio	5.3	8.1	2.9
1993 Promedio	6.4	9.2	2.8
1994 Promedio (a)	6.5	9.4	2.9
1993			
Enero	6.2	9.0	2.8
Febrero	6.3	9.1	2.8
Marzo	6.4	9.0	2.6
Abril	6.4	9.1	2.6
Mayo	6.6	9.3	2.7
Junio	6.4	9.1	2.7
Julio	6.7	9.6	2.9
Agosto	6.5	9.3	2.8
Septiembre	6.4	9.3	2.9
Octubre	6.3	9.3	3.0
Noviembre	6.3	9.4	3.1
Diciembre	6.4	9.3	2.9
1994			
Enero	6.6	9.4	2.8
Febrero	6.7	9.7	3.0
Marzo	6.6	9.6	2.9
Abril	6.6	9.4	2.8
Mayo	6.6	9.5	2.9
Junio	6.5	9.5	3.0
Julio	6.4	9.2	2.9
Agosto	6.3	9.3	3.0

(a) Promedio a agosto.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 9

ORIGENES Y DESTINO DE LAS VARIACIONES DE LA EMISION (a)

(Miles de millones de pesos)

Fecha	1993	1994							
	Ene-Jul	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ene-Jul
I. FISCO (b)	**-171**	**-21**	**-61**	**-19**	**-31**	**-59**	**-2**	**4**	**-188**
II. SECTOR FINANCIERO Y RESTO SECTOR PUBLICO	**194**	**14**	**78**	**2**	**35**	**63**	**-23**	**12**	**182**
1. Compras netas de moneda extranjera	84	17	22	20	25	23	40	32	179
2. Crédito en moneda nacional	110	-3	57	-18	10	40	-63	-19	3
III. EMISION	**24**	**-7**	**18**	**-17**	**4**	**4**	**-25**	**16**	**-7**
- Circulante	17	1	13	-2	-13	-2	-2	-5	-9
- Encaje	7	-9	4	-15	17	6	-22	21	2

(a) Calculadas como diferencias de promedios mensuales.

(b) Principalmente venta de dólares el Fisco que éste deposita en el Banco Central. No significa uso de reservas internacionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 10

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

(Promedios en miles de millones de pesos y millones de dólares)

Fecha	MONEDA NACIONAL (a) (Miles de millones de $)															MONEDA EXTRANJERA (b) (Millones de US$)					TOTAL (c) (Miles de millones de $)		
	Efectivas (d)	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Hipote-carias	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Efectivas	% Var. US$ mes	% Var. $ mes	% Var. $ 12 ms	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. 12 ms	% Var. real 12 ms
1993																							
Enero	4,727	2.1	33.6	1.0	17.7	1,071	2.2	28.8	1.1	13.4	5,798	2.1	32.7	1.0	16.9	4,174	2.3	2.5	39.7	23.1	7,394	34.2	18.2
Febrero	4,811	1.8	33.6	1.6	18.8	1,090	1.8	28.1	1.6	13.9	5,902	1.8	32.6	1.6	17.9	4,224	1.2	1.8	45.4	29.3	7,527	35.1	20.2
Marzo	4,904	1.9	34.1	1.7	19.8	1,103	1.2	26.7	0.9	13.2	6,007	1.8	32.7	1.5	18.5	4,234	0.3	1.8	51.0	34.8	7,662	36.3	21.7
Abril	5,045	2.9	36.9	2.4	21.4	1,120	1.6	27.3	1.1	12.9	6,166	2.6	35.0	2.2	19.8	4,165	-1.6	0.9	45.3	29.0	7,836	37.1	21.6
Mayo	5,226	3.6	39.9	2.7	24.1	1,141	1.9	27.6	1.0	13.3	6,367	3.3	37.5	2.4	22.0	4,090	-1.8	-1.0	39.7	23.9	8,021	38.0	22.4
Junio	5,337	2.1	41.3	0.7	25.2	1,169	2.5	28.4	1.1	13.7	6,507	2.2	38.8	0.8	22.9	4,060	-0.7	-0.5	33.5	18.3	8,152	37.7	22.0
Julio	5,441	1.9	40.0	0.7	23.8	1,205	3.0	29.8	1.7	14.7	6,645	2.1	38.1	0.9	22.0	4,036	-0.6	-0.9	25.2	10.7	8,276	35.3	19.6
Agosto	5,535	1.7	38.4	1.0	22.5	1,237	2.7	31.5	2.0	16.4	6,772	1.9	37.1	1.2	21.3	4,091	1.4	1.4	23.1	9.0	8,425	34.1	18.7
Septiembre	5,653	2.1	36.4	0.9	20.6	1,269	2.6	31.0	1.3	15.8	6,922	2.2	35.4	0.9	19.7	4,123	0.8	2.0	19.5	5.7	8,609	32.0	16.7
Octubre	5,808	2.7	36.2	0.9	20.2	1,309	3.1	32.1	1.3	16.6	7,117	2.8	35.4	1.0	19.5	4,134	0.3	0.5	16.3	2.7	8,812	31.3	15.8
Noviembre	5,955	2.5	34.2	0.9	18.9	1,350	3.2	32.4	1.5	17.3	7,305	2.6	33.8	1.0	18.6	4,157	0.6	1.0	15.9	2.7	9,016	30.0	15.2
Diciembre	6,183	3.8	33.5	1.9	17.8	1,402	3.9	33.8	1.9	18.1	7,585	3.8	33.6	1.9	17.9	4,110	-1.1	0.9	11.0	-2.1	9,312	28.7	13.6
1994																							
Enero	6,300	1.9	33.3	1.7	18.6	1,442	2.9	34.7	2.6	19.8	7,742	2.1	33.5	1.9	18.8	4,000	-2.7	-0.2	8.0	-3.9	9,467	28.0	13.9
Febrero	6,367	1.1	32.3	0.7	17.5	1,470	1.9	34.8	1.5	19.7	7,837	1.2	32.8	0.8	17.9	3,984	-0.4	-0.5	5.6	-6.3	9,553	26.9	12.7
Marzo	6,452	1.3	31.6	0.5	16.2	1,505	2.4	36.5	1.6	20.5	7,957	1.5	32.5	0.7	17.0	3,899	-2.1	-2.4	1.2	-10.7	9,632	25.7	11.0
Abril	6,560	1.7	30.0	1.1	14.7	1,538	2.2	37.3	1.6	21.1	8,098	1.8	31.3	1.2	15.9	3,764	-3.5	-4.0	-3.8	-15.1	9,705	23.9	9.3
Mayo	6,701	2.2	28.2	1.2	13.0	1,582	2.9	38.6	1.9	22.2	8,283	2.3	30.1	1.4	14.6	3,718	-1.2	-1.2	-4.0	-15.4	9,870	23.1	8.4
Junio (e)	6,689	-0.2	25.3	-0.9	11.1	1,627	2.9	39.1	2.1	23.4	8,316	0.4	27.8	-0.3	13.3	3,658	-1.6	-2.6	-6.0	-16.7	9,862	21.0	7.3
Julio (e)	6,772	1.2	24.5	0.1	10.5	1,679	3.2	39.4	2.0	23.7	8,451	1.6	27.2	0.5	12.9	3,697	1.1	0.2	-5.0	-15.7	9,999	20.8	7.3
Agosto (e)	6,859	1.3	23.9	0.7	10.1	1,741	3.7	40.7	3.1	25.1	8,600	1.8	27.0	1.2	12.9	3,766	1.9	2.8	-3.7	-14.4	10,193	21.0	7.5

(a) Las variaciones reales se obtienen deflactando por la variación de la UF promedio a la fecha.

(b) Corresponde a la variación de las colocaciones en dólares.

(c) Las colocaciones en moneda extranjera se transformaron a pesos usando el tipo de cambio observado del último día del mes inmediatamente anterior.

(d) Corresponde a las colocaciones efectivas netas de colocaciones interfinancieras. No incluyen colocaciones hipotecarias, documentos adquiridos a instituciones en liquidación ni colocaciones contingentes.

(e) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 11

PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL

(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior) (a)

Período	TRIMESTRE				AÑO
	I	II	III	IV	
1989	9.0	13.4	9.7	7.6	9.9
1990	8.6	2.8	0.0	1.5	3.3
1991	2.2	6.0	8.9	12.3	7.3
1992	11.3	9.4	14.0	9.7	11.0
1993 (b)	7.7	7.8	5.9	3.7	6.3
1994 (b)	3.8	4.2			

(a) Sobre la base de cifras a precios constantes del año 1986.
(b) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 12

EVOLUCION SECTORIAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL (a)

(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior)

Sectores	1993					1994		
	1er trim.	2do trim.	3er trim.	4to trim.	Año	1er trim.	2do trim.	1er sem.
Agropecuario y silvícola	-0.4	2.7	5.5	2.0	1.6	2.1	3.8	2.8
Pesca	-4.1	-4.9	-3.3	24.8	0.8	21.3	20.2	20.8
Minería	2.3	2.6	1.2	-2.1	0.9	-0.3	1.1	0.4
Industria manufacturera	6.6	6.0	3.8	4.0	5.1	5.7	5.5	5.6
Electricidad, gas y agua	5.8	4.0	3.2	4.2	4.3	4.0	2.7	3.3
Construcción	16.1	19.4	18.3	4.1	14.0	2.7	2.7	2.7
Comercio, hoteles y restaurantes	12.5	12.0	6.9	3.4	8.6	2.9	2.4	2.6
Transporte y comunicaciones	8.6	8.1	7.5	7.3	7.9	8.7	9.0	8.9
Servicios financieros	7.9	7.9	6.0	5.7	6.8	5.2	3.9	4.5
Propiedad de vivienda	2.2	2.4	2.6	2.8	2.5	2.7	2.8	2.8
Servicios personales	4.3	3.9	4.3	3.6	4.0	3.4	3.2	3.3
Administración pública	2.5	2.3	1.5	0.7	1.8	0.4	1.8	1.1
Subtotal	**6.6**	**7.0**	**5.4**	**3.7**	**5.6**	**4.0**	**4.0**	**4.0**
Menos: Imputaciones bancarias	6.8	6.8	5.0	4.4	5.7	4.7	3.3	4.0
Más: IVA	10.6	10.3	7.3	5.5	8.3	4.5	3.1	3.8
Más: Derechos de importación	23.6	18.4	11.1	1.9	13.1	0.9	8.4	4.5
Total PIB	**7.7**	**7.8**	**5.9**	**3.7**	**6.3**	**3.8**	**4.2**	**4.0**

(a) Cifras preliminares, sobre magnitudes a precios constantes del año 1986.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 13

GASTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO

(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior) (a)

Especificación	I SEMESTRE 1993	II SEMESTRE 1993	I SEMESTRE 1994 (b)
Gasto en consumo final de hogares e instituciones privadas sin fines de lucro	10.1	6.3	4.1
Gasto en consumo final de gobierno	3.6	3.1	2.6
Formación bruta de capital fijo	26.5	10.4	2.6
Exportaciones de bienes y servicios	3.2	5.3	9.3
Importaciones de bienes y servicios	17.2	6.1	4.1
Gasto del PIB	**7.8**	**4.8**	**4.0**

(a) Sobre la base de cifras a precios constantes del año 1986.
(b) Estimación preliminar.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 14

EMPLEO Y DESOCUPACION EN TODO EL PAIS (a)

Promedios móviles trimestrales terminados en el mes que se indica
(Miles de personas)

Fecha	FUERZA DE TRABAJO		OCUPADOS		DESOCUPADOS						TASA DE DESOCU-PACION
	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	Buscan trab. por 1° vez	% Var. 12 meses	Cesantes	% Var. 12 meses	
1989 Promedio	4,594.1	3.0 (b)	4,304.3	5.2 (b)	289.8	-21.4 (b)	48.5	-21.2 (b)	241.3	-21.4 (b)	6.3
1990 Promedio	4,671.8	1.7 (b)	4,391.7	2.0 (b)	280.1	-3.3 (b)	40.8	-16.0 (b)	239.4	-0.8 (b)	6.0
1991 Promedio	4,731.3	1.3 (b)	4,423.7	0.7 (b)	307.6	9.8 (b)	40.9	0.2 (b)	266.8	11.5 (b)	6.5
1992 Promedio	4,843.9	2.4 (b)	4,606.4	4.1 (b)	237.5	-22.8 (b)	37.6	-8.1 (b)	199.9	-25.0 (b)	4.9
1993 Promedio	5,095.0	5.2 (b)	4,860.1	5.5 (b)	234.9	-1.1 (b)	33.3	-11.2 (b)	201.5	0.8 (b)	4.6
1993											
Enero	5,032.3	4.4	4,813.3	5.0	219.0	-8.3	35.5	-1.3	183.4	-9.6	4.4
Febrero	5,057.0	4.4	4,842.0	5.0	215.0	-7.7	35.7	-6.0	179.2	-8.1	4.3
Marzo	5,061.9	4.6	4,836.6	5.2	225.3	-6.1	34.2	-20.8	191.1	-2.8	4.5
Abril	5,057.5	4.9	4,835.7	5.1	221.8	0.2	32.5	-24.3	189.3	6.1	4.4
Mayo	5,030.2	4.9	4,800.2	4.9	230.0	4.3	32.2	-16.6	197.8	8.7	4.6
Junio	5,008.2	4.6	4,774.7	4.9	233.5	-0.1	30.9	-17.0	202.6	3.2	4.7
Julio	5,059.6	5.7	4,812.5	6.0	247.0	0.6	30.1	-11.0	217.0	2.4	4.9
Agosto	5,118.4	6.2	4,858.3	6.5	260.0	1.2	30.8	-10.0	229.2	2.9	5.1
Septiembre	5,160.1	6.6	4,899.8	7.0	260.3	1.0	33.2	-13.0	227.1	3.4	5.0
Octubre	5,164.0	6.0	4,916.4	6.4	247.7	-0.8	35.3	-6.4	212.3	0.3	4.8
Noviembre	5,171.6	5.3	4,946.4	5.8	225.2	-4.4	33.3	-10.6	191.9	-3.2	4.4
Diciembre	5,219.3	4.6	4,985.7	4.5	233.6	7.6	36.1	8.5	197.4	7.4	4.5
1994											
Enero	5,254.2	4.4	5,000.6	3.9	253.6	15.8	37.5	5.4	216.2	17.8	4.8
Febrero	5,282.7	4.5	5,012.5	3.5	270.2	25.7	39.7	11.2	230.5	28.6	5.1
Marzo	5,257.1	3.9	4,985.2	3.1	271.8	20.6	38.9	13.6	233.0	21.9	5.2
Abril	5,241.4	3.6	4,962.2	2.6	279.2	25.9	39.3	20.8	239.9	26.7	5.3
Mayo	5,207.6	3.5	4,909.4	2.3	298.2	29.6	39.5	22.4	258.7	30.8	5.7
Junio	5,163.8	3.1	4,846.7	1.5	317.1	35.8	39.6	27.9	277.5	37.0	6.1

(a) Considera a la población de 15 años y más.
(b) Variación media anual.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 15

REAJUSTE INICIAL REAL CONVENIDO EN NEGOCIACIONES COLECTIVAS
(Porcentajes)

Período	SINDICATOS	GRUPOS	TOTAL
1992			
Enero-Marzo	3.6	2.3	3.3
Abril-Junio	2.0	2.8	2.1
Julio-Septiembre	2.3	2.2	2.3
Octubre-Diciembre	3.0	2.1	2.9
1993			
Enero-Marzo	3.0	2.3	2.8
Abril-Junio	2.7	3.9	3.0
Julio-Septiembre	1.9	2.4	2.0
Octubre-Diciembre	1.7	0.3	1.5
1994			
Enero-Marzo	1.7	0.7	1.5
Abril-Junio	1.1	1.7	1.2

Fuente: Dirección del Trabajo.

Cuadro 16 A

INDICE DE REMUNERACIONES POR HORA

(Base: abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (a)		
	Indice	Variación porcentual		Indice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1993						
Abril	100.00	-	-	100.00	-	-
Mayo	100.77	0.8	-	99.32	-0.7	-
Junio	102.65	1.9	-	100.67	1.4	-
Julio	102.84	0.2	-	99.88	-0.8	-
Agosto	103.65	0.8	-	98.56	-1.3	-
Septiembre	105.99	2.3	-	99.63	1.1	-
Octubre	107.34	1.3	-	98.36	-1.3	-
Noviembre	108.29	0.9	-	99.15	0.8	-
Diciembre	113.68	5.0	-	103.88	4.8	-
1994						
Enero	115.62	1.7	-	104.56	0.7	-
Febrero	116.39	0.7	-	104.93	0.4	-
Marzo	117.44	0.9	-	104.70	-0.2	-
Abril	118.49	0.9	18.5	105.12	0.4	5.1
Mayo	118.31	-0.2	17.4	103.48	-1.6	4.2
Junio	120.26	1.6	17.2	104.63	1.1	3.9

(a) Se calcula usando como deflactor el índice de precios al consumidor.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 16 B

INDICE DE COSTO DE LA MANO DE OBRA

(Base: abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (a)		
	Indice	Variación porcentual		Indice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1993						
Abril	100.00	-	-	100.00	-	-
Mayo	100.17	0.2	-	98.73	-1.3	-
Junio	101.03	0.9	-	99.28	0.6	-
Julio	100.33	-0.7	-	98.05	-1.2	-
Agosto	101.29	1.0	-	97.66	-0.4	-
Septiembre	103.92	2.6	-	99.49	1.9	-
Octubre	105.12	1.2	-	99.40	-0.1	-
Noviembre	106.26	1.1	-	100.65	1.3	-
Diciembre	110.94	4.4	-	105.00	4.3	-
1994						
Enero	112.13	1.1	-	106.07	1.0	-
Febrero	112.67	0.5	-	106.34	0.3	-
Marzo	113.91	1.1	-	106.26	-0.1	-
Abril	115.55	1.4	15.6	107.69	1.3	7.7
Mayo	115.69	0.1	15.5	106.81	-0.8	8.2
Junio	117.32	1.4	16.1	107.15	0.3	7.9

(a) Se calcula usando como deflactor el índice de precios al por mayor.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 17

BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993	PRIMER SEMESTRE 1993	PRIMER SEMESTRE 1994
I. CUENTA CORRIENTE	**-648**	**15**	**-743**	**-2,092**	**-755**	**-241**
A. Balanza comercial	1,273	1,576	749	-979	-136	241
1. Exportaciones FOB	8,310	8,929	9,986	9,202	4,816	5,267
2. Importaciones FOB	-7,037	-7,354	-9,237	-10,181	-4,952	-5,026
B. Servicios no financieros	-309	-92	-64	5	48	120
Créditos	1,905	2,118	2,431	2,634	1,390	1,522
Débitos	-2,214	-2,210	-2,495	-2,629	-1,342	-1,402
C. Servicios financieros	-1,811	-1,809	-1,860	-1,503	-882	-727
Intereses netos	-1,478	-1,167	-968	-711	-442	-409
Utilidades netas	-333	-643	-892	-792	-439	-318
D. Transferencias	199	340	431	385	215	125
II. CUENTA DE CAPITALES	**3,049**	**829**	**2,883**	**2,763**	**1,424**	**1,253**
A. Capitales de mediano y largo plazo	1,633	342	943	1,672	750	1,362
1. Inversión extranjera (a)	941	425	652	1,153	476	884
a) Directa	582	400	321	410	168	599
Del exterior	590	522	699	841	362	873
Al exterior	-8	-122	-378	-431	-194	-274
b) De cartera	359	25	332	743	307	285
Del exterior	359	25	332	833	314	452
Al exterior	0	0	0	-90	-7	-166
2. Desembolsos créditos DL 600	888	458	328	847	317	432
3. Otros desembolsos (b)	1,328	1,152	1,376	1,438	718	700
4. Amortizaciones	-743	-985	-1,115	-1,462	-592	-622
5. Otros (c)	-780	-708	-299	-304	-169	-32
B. Capitales de corto plazo	1,415	487	1,940	1,091	675	-110
1. Líneas comerciales bancarias	257	-295	1,317	214	330	-276
2. Otros (d)	1,158	783	624	878	345	166
III. ERRORES Y OMISIONES	**-33**	**394**	**359**	**-94**	**-31**	**-260**
IV. SALDO BALANZA DE PAGOS	**2,368**	**1,238**	**2,498**	**578**	**639**	**752**

(a) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, Capítulo XIX e inversiones al exterior.
(b) En 1991 y 1992 incluye bonos emitidos por la República de Chile. En 1993 incluye bonos emitidos por el sector privado no financiero.
(c) Incluye pago de reversión de retiming en 1991 y 1993, financiamiento por leasing, variación de activos externos y operaciones de rescate de deuda externa contabilizadas a valor de flujo.
(d) Incluye contrapartida por operaciones de rescate de deuda externa.
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 18

BALANZA COMERCIAL
(Enero-julio 1994)

Especificación	Millones de dólares				Variaciones porcentuales (a)			
	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero-julio	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero-julio
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL	**134**	**107**	**241**	**288**				
Exportaciones totales (FOB)	**2,525**	**2,742**	**5,267**	**6,254**	**5.1**	**13.6**	**9.4**	**12.0**
Cobre	795	875	1,670	2,064	-8.1	2.9	-2.7	5.7
Otras principales (b)	863	911	1,775	2,061	9.8	18.3	14.0	14.8
Resto	868	955	1,823	2,129	15.4	20.6	18.1	16.0
Importaciones totales (CIF)	**2,602**	**2,860**	**5,463**	**6,486**	**-3.8**	**6.0**	**1.1**	**1.0**
Importaciones totales (FOB)	**2,392**	**2,635**	**5,026**	**5,965**	**-3.5**	**6.5**	**1.5**	**1.5**
Bienes de consumo	476	501	978	1,162	-2.3	8.2	2.8	2.2
Bienes intermedios	1,318	1,477	2,795	3,368	-4.5	3.0	-0.7	0.2
Combustibles	241	282	523	643	-14.0	-9.3	-11.5	-3.6
Resto	1,077	1,195	2,272	2,725	-2.0	6.4	2.2	1.2
Bienes de capital	808	882	1,690	1,956	-3.8	10.2	3.1	1.8

(a) Respecto al mismo período de 1993.
(b) Incluye hierro, salitre y yodo, plata, minerales de oro, fruta, harina de pescado, madera aserrada, rollizos y maderas cepilladas, celulosas, metanol, carbonato de litio, óxido y ferromolibdeno, oro metálico y metal doré.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 19

EXPORTACIONES DE BIENES
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993	A junio		A julio		Variación porcentual (a)				
					1993	1994 (b)	1993	1994 (b)	1991	1992	1993	a junio 94/93	a julio 94/93 (b)
Total	**8,309.9**	**8,929.4**	**9,986.1**	**9,202.2**	**4,816.1**	**5,266.9**	**5,584.4**	**6,253.5**	**7.5**	**11.8**	**-7.8**	**9.4**	**12.0**
Cobre	3,795.0	3,617.3	3,886.0	3,247.8	1,715.6	1,669.6	1,953.2	2,063.7	-4.7	7.4	-16.4	-2.7	5.7
Otros productos principales	2,485.0	2,792.8	3,081.1	2,735.5	1,557.1	1,774.5	1,795.3	2,060.9	12.4	10.3	-11.2	14.0	14.8
Hierro	140.5	157.4	135.3	112.2	54.6	69.0	63.1	78.5	12.0	-14.0	-17.1	26.4	24.4
Salitre y yodo	118.9	108.3	124.1	107.0	57.4	48.0	67.7	60.9	-8.9	14.6	-13.8	-16.4	-10.0
Plata metálica	86.4	59.1	89.1	81.0	44.1	51.4	51.9	62.5	-31.6	50.8	-9.1	16.6	20.4
Minerales de oro	83.7	55.1	75.2	38.1	19.5	34.6	25.7	41.4	-34.2	36.5	-49.3	77.4	61.1
Fruta fresca	703.8	948.6	940.8	844.3	664.7	658.1	717.5	707.1	34.8	-0.8	-10.3	-1.0	-1.4
Harina de pescado	379.6	464.6	538.4	363.7	144.1	169.5	189.4	232.8	22.4	15.9	-32.4	17.6	22.9
Madera aserrada	158.5	162.6	130.7	170.2	71.7	80.3	87.0	93.4	2.6	-19.6	30.2	12.0	7.4
Rollizos y madera cepillada	91.6	79.1	79.8	152.6	71.3	75.8	89.6	90.7	-13.6	0.9	91.2	6.3	1.2
Celulosa cruda	97.5	101.7	108.9	79.7	37.9	64.8	43.8	73.8	4.3	7.1	-26.8	71.0	68.5
Celulosa blanqueada	217.4	203.7	418.4	363.5	183.4	215.0	212.9	257.1	-6.3	105.4	-13.1	17.2	20.8
Metanol	68.8	82.2	60.6	62.5	26.5	70.9	31.8	79.9	19.5	-26.3	3.1	167.5	151.3
Carbonato de litio	23.5	25.3	30.9	31.7	15.8	15.6	18.2	17.6	7.7	22.1	2.6	-1.3	-3.3
Oxido y ferromolibdeno	87.0	93.7	98.6	102.0	50.3	72.3	58.1	87.6	7.7	5.2	3.4	43.7	50.8
Oro metal, doré y aleado	227.8	251.4	250.3	227.0	115.8	149.2	138.6	177.6	10.4	-0.4	-9.3	28.8	28.1
Resto	2,029.9	2,519.3	3,019.0	3,218.9	1,543.4	1,822.8	1,835.9	2,128.9	24.1	19.8	6.6	18.1	16.0
					Participación relativa (%)								
Cobre	45.7	40.5	38.9	35.3	35.6	31.7	35.0	33.0					
Otros productos principales	29.9	31.3	30.9	29.7	32.3	33.7	32.1	33.0					
Resto	24.4	28.2	30.2	35.0	32.0	34.6	32.9	34.0					
Total	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**	**100.0**					

(a) Respecto a igual período del año anterior.
(b) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 20

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993	A junio		A julio		Variación porcentual (a)				
					1993	1994	1993	1994	1991	1992	1993	a junio 94/93	a julio 94/93
Total (a)	**2,029.9**	**2,519.3**	**3,019.0**	**3,218.9**	**1,543.4**	**1,822.8**	**1,835.9**	**2,128.9**	**24.1**	**19.8**	**6.6**	**18.1**	**16.0**
Pescados frescos enfriados y congelados	334.0	417.9	534.9	527.0	310.0	315.9	343.3	345.6	25.1	28.0	-1.5	1.9	0.7
(Salmón)	(98.6)	(136.6)	(216.5)	(224.4)	(143.3)	(155.3)	(155.6)	(168.8)	(38.5)	(58.5)	(3.6)	(8.4)	(8.5)
Chips de madera	106.4	152.2	164.0	137.3	63.9	77.8	77.8	91.7	43.0	7.8	-16.3	21.8	17.9
Vino embotellado	38.6	57.5	80.3	82.5	37.3	38.4	43.4	48.0	49.0	39.7	2.7	2.9	10.6
Jugos de fruta	26.2	61.9	76.4	49.8	16.0	22.9	20.7	27.7	136.3	23.4	-34.8	43.1	33.8
Moluscos precocidos y conservados	41.3	57.9	64.5	96.8	39.2	30.7	42.7	36.5	40.2	11.4	50.1	-21.7	-14.5
Papel periódico	65.8	68.8	56.7	69.0	32.3	35.1	39.5	41.8	4.6	-17.6	21.7	8.7	5.8
Purés y jugos de tomate	48.5	43.8	54.2	50.3	35.3	33.3	39.3	41.2	-9.7	23.7	-7.2	-5.7	4.8
Alambres de cobre	22.6	27.1	50.9	54.4	29.0	28.1	34.0	34.8	19.9	87.8	6.9	-3.1	2.4
Conservas de pescado	41.7	36.3	41.6	38.4	18.3	21.7	22.4	26.5	-12.9	14.6	-7.7	18.6	18.3
Calzado	34.9	51.7	40.8	41.0	13.9	12.4	19.9	16.4	48.1	-21.1	0.5	-10.8	-17.6
Fruta congelada sin azúcar	15.3	23.4	37.6	37.4	31.9	40.1	34.2	42.0	52.9	60.7	-0.5	25.7	22.8
Organos de transmisión para vehículos	15.1	22.4	37.2	43.8	21.1	21.5	25.3	25.6	48.3	66.1	17.7	1.9	1.2
Neumáticos, cámaras y cubrecámaras	25.8	31.6	36.9	44.3	20.3	22.9	24.6	27.9	22.5	16.8	20.1	12.8	13.4
Nitrato de potasio	28.9	32.7	35.1	30.9	12.8	16.1	19.5	22.4	13.1	7.3	-12.0	25.8	14.9
Frejoles	44.4	31.9	29.9	21.4	13.0	15.7	14.4	17.8	-28.2	-6.3	-28.4	20.8	23.6
Prendas de vestir exteriores	26.0	25.1	29.4	38.9	15.4	17.0	18.6	21.2	-3.5	17.1	32.3	10.4	14.0
Moluscos frescos o congelados	17.2	19.3	28.5	41.9	16.2	23.9	19.4	23.0	12.2	47.7	47.0	47.5	18.6
Agar-agar	31.6	28.0	23.4	27.6	13.2	15.4	15.6	18.2	-11.4	-16.4	17.9	16.7	16.7
Crustáceos congelados	20.6	24.1	19.9	21.1	8.9	8.9	10.5	10.8	17.0	-17.4	6.0	0.0	2.9
Pasas	25.9	30.2	19.0	23.8	8.8	10.7	11.1	13.9	16.6	-37.1	25.3	21.6	25.2
Muebles	9.5	15.6	15.8	19.4	9.7	11.1	11.3	13.3	64.2	1.3	22.8	14.4	17.7
Barcos	15.5	8.0	14.2	18.5	11.9	9.1	13.2	9.2	-48.4	77.5	30.3	-23.5	-30.3
Algas	18.6	17.5	13.2	12.7	8.9	13.7	9.6	14.8	-5.9	-24.6	-3.8	53.9	54.2
Rollizos para pulpa	24.0	25.7	11.6	8.3	5.1	5.1	5.4	6.8	7.1	-54.9	-28.4	0.0	25.9
Subtotal	**1,078.4**	**1,310.6**	**1,516.0**	**1,536.5**	**792.4**	**847.5**	**915.7**	**977.1**	**21.5**	**15.7**	**1.4**	**7.0**	**6.7**
(porcentaje sobre el total)	(53.1)	(52.0)	(50.2)	(47.7)	(51.3)	(46.5)	(49.9)	(45.9)					

(a) La información total corresponde a la categoría "resto" del cuadro 19.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 21

SERVICIOS NO FINANCIEROS
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993	Acumulado a junio		Variación porcentual	
					1993	1994	1993	a junio 94/93
EMBARQUES	**125**	**41**	**76**	**49**	**121**	**152**		
Créditos	441	405	513	493	322	347	-3.8	7.7
Débitos	317	364	436	444	201	195	1.9	-3.0
OTROS TRANSPORTES	**-339**	**-266**	**-328**	**-349**	**-255**	**-269**		
a. Servicios de pasajeros	-74	-43	-56	-40	-36	-41		
Créditos	135	154	169	212	96	100	25.0	4.1
Débitos	209	197	225	251	132	141	11.5	6.9
b. Servicios portuarios	-265	-223	-272	-309	-219	-228		
Créditos	265	317	381	361	180	184	-5.3	2.3
Débitos	530	540	653	670	399	412	2.6	3.2
VIAJES	**105**	**241**	**174**	**279**	**141**	**202**		
Créditos	531	689	704	847	446	525	20.3	17.8
Débitos	426	447	530	568	305	324	7.2	6.1
OTROS BIENES, SERVICIOS Y RENTAS	**-200**	**-108**	**14**	**27**	**41**	**36**		
Créditos	532	553	665	723	346	366	8.7	5.8
Débitos	732	661	651	696	305	331	6.9	8.3
TOTAL SERVICIOS NO FINANCIEROS	**-309**	**-92**	**-64**	**5**	**48**	**120**		
Créditos	1,905	2,118	2,431	2,634	1,390	1,522	8.4	9.5
Débitos	2,214	2,210	2,495	2,629	1,342	1,402	5.4	4.5

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 22

SERVICIOS FINANCIEROS
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993	Acumulado a junio		Variación porcentual	
					1993	1994	1993	a junio 94/93
INTERESES PAGADOS	**1,829**	**1,630**	**1,402**	**1,200**	**714**	**642**	**-14.4**	**-10.2**
Mediano y largo plazo	1,518	1,370	1,230	1,009	620	554	-17.9	-10.7
Corto plazo	311	260	173	191	94	88	10.7	-7.0
INTERESES RECIBIDOS	**354**	**470**	**437**	**491**	**273**	**233**	**12.3**	**-14.6**
UTILIDADES Y DIVIDENDOS	**-333**	**-643**	**-892**	**-792**	**-439**	**-318**		
Créditos (recibidos)	2	2	5	6	6	2	23.4	-73.7
Débitos (pagados)	335	645	897	798	445	319	-11.0	-28.2
SERVICIOS DE LEASING	**4**	**6**	**3**	**2**	**1**	**1**	**-33.3**	**-11.1**
TOTAL SERVICIOS FINANCIEROS	**-1,811**	**-1,809**	**-1,860**	**-1,503**	**-882**	**-727**		
Créditos	356	472	442	497	279	235	12.4	-15.8
Débitos	2,167	2,281	2,302	2,000	1,160	962	-13.1	-17.1

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 23

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS DEL BANCO CENTRAL
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994 a junio	1994 a julio	1994 a agosto
Reservas brutas (Stock a fin de período)	5,358	6,641	9,009	9,759	11,004	10,967	10,976
Variación reservas (diciembre - diciembre)	2,410	1,283	2,368	749	1,246 (a)	1,208 (b)	1,217 (c)
Saldo balanza de pagos (d)	2,368	1,238	2,498	578	752 (a)	688 (b)	708 (c)

(a) Variación diciembre 1993-junio de 1994.
(b) Variación diciembre 1993-julio de 1994.
(c) Variación diciembre 1993-agosto de 1994.
(d) Corresponde a las variaciones de reservas internacionales provenientes de transacciones de balanza de pagos, es decir, excluye aquellas variaciones de reservas producidas por revalorizaciones, monetizaciones de oro y asignaciones de DEG.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 24

DEUDA EXTERNA (a)
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994		Variación porcentual (b)		
					Junio	Julio	1993 a junio 94	1993 a julio 94	
Total (I + II)	**17,425**	**16,364**	**18,242**	**19,186**	**19,925**	**19,879**	**5.2**	**3.9**	**3.6**
I. Mediano y largo plazo	**14,043**	**14,165**	**14,767**	**15,699**	**16,546**	**16,647**	**6.3**	**5.4**	**6.0**
Sector público	9,808	9,490	9,175	8,532	8,522	8,573	-7.0	-0.1	0.5
Sector privado	4,235	4,675	5,592	7,167	8,024	8,074	28.2	12.0	12.7
II. Corto plazo	**3,382**	**2,199**	**3,475**	**3,487**	**3,379**	**3,232**	**0.3**	**-3.1**	**-7.3**
Sector público	1,984	1,064	448	488	566	527	8.9	16.0	8.0
Sector privado	1,398	1,135	3,027	2,999	2,813	2,705	-0.9	-6.2	-9.8
III. Banco Central con FMI	**1,151**	**955**	**722**	**479**	**386**	**386**	**-33.7**	**-19.4**	**-19.4**

(a) Saldos a fines de período. Cifras preliminares para 1993 y 1994.
(b) Respecto a diciembre del año anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE

AGUSTINAS 1180 - SANTIAGO
CASILLA POSTAL 967 - SANTIAGO
TELEFONO: 6702000
TELEX: 40569 CENBC CL
FAX: 56-2-6984847