

BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1997 Y PERSPECTIVAS PARA 1998 (*)

Septiembre 1997

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

ÍNDICE

PRIMERA PARTE: Perspectivas económicas y principales desafíos de la política macroeconómica	5
I. Marco general de las políticas del Banco Central	7
II. Tendencias recientes y perspectivas de corto plazo	9
II.1 Desarrollos en 1997	9
a. Inflación y remuneraciones	9
b. Actividad económica, gasto y empleo	10
c. Sector externo	11
d. Orientación reciente de la política monetaria	13
e. Las perspectivas para el resto de 1997	14
III. Políticas macroeconómicas	17
III.1 Política monetaria	17
a. Estabilización de precios	17
b. Instrumentos de política monetaria	19
III.2 Política cambiaria, y de regulación de los flujos de capitales externos	20
a. Solvencia externa	20
b. Integración financiera	21
c. Tipo de cambio	22
III.3 El patrimonio del Banco Central	24
a. Las pérdidas de caja	25
b. Las pérdidas contables	26
III.4 Política financiera	27
a. Desarrollos recientes	27
b. Desafíos futuros	28
III.5 Obligación subordinada	28
IV. Perspectivas y metas macroeconómicas para 1998	29
SEGUNDA PARTE: La economía chilena y las políticas macroeconómicas vigentes	33
I. Política monetaria	35
I.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés	35
I.2 La evolución de los agregados monetarios y del crédito	37
II. La política y la institucionalidad cambiaria	38
II.1 Política cambiaria	38
II.2 Institucionalidad cambiaria	40
III. Actividad económica, gasto global y empleo	41
IV. Inflación y remuneraciones	43
IV.1 Indicadores de inflación por sectores y subyacente	43
IV.2 Remuneraciones y productividad	44
V. Sector externo	45
V.1 La cuenta corriente	45
V.2 La cuenta de capital	47
V.3 Reservas internacionales y deuda externa	49
VI. El programa monetario y el balance del Banco Central	50

ANEXO 1: Aplicación de la Ley N°19.396 sobre obligación subordinada	51
---	----

ANEXO 2:

2.1 Principales medidas monetarias y crediticias de 1997	53
2.2 Principales medidas cambiarias y de comercio exterior de 1997	55

GRÁFICOS Y CUADROS

A. Gráficos

1. Indicadores de inflación	9
2. Tasa de crecimiento del PIB trimestral	10
3. Importación de bienes FOB	12
4. Tasa de interés interbancaria e instrumentos diarios del Banco Central	13
5. Tasas de interés medias: mercado y Banco Central	14
6. Circulante y dinero privado (M1A)	15
7. Documentos licitados del Banco Central. Estructura de tasas de interés de largo plazo ..	16
8. Tipo de cambio real	22
9. Tasas de interés de 90 a 365 días en operaciones reajustables	36
10. Colocaciones del sistema financiero	38
11. Valores del dólar	39

B. Cuadros

1. Proyecciones macroeconómicas para 1997 y 1998	61
2. Balanza de pagos: cifras anuales	62
3. Índices de precios	63
4A. Índice de remuneraciones por hora	64
4B. Índice de costo de la mano de obra	64
5. Producto interno bruto trimestral	65
6. Evolución sectorial del producto interno bruto trimestral	66
7. Gasto del producto interno bruto	67
8. Empleo y desocupación	68
9. Reajuste inicial real convenido en negociaciones colectivas	69
10. Balanza de pagos	70
11. Balanza comercial 1997	71
12. Exportación de bienes	72
13. Exportaciones no tradicionales	73
14. Servicios financieros	74
15. Servicios no financieros	75
16. Reservas internacionales brutas del Banco Central	76
17. Deuda externa	77
18A. Tipo de cambio real	78
18B. Tipo de cambio nominal	79
19. Principales agregados monetarios	80
20. Tasa de interés de los instrumentos del Banco Central	81
21. Tasas de interés reajustables del sistema financiero de 90 a 365 días	82
22. Origen y destino de las variaciones de la emisión	83
23. Colocaciones del sistema financiero	84
24. Flujos de caja del Banco Central	85

PRIMERA PARTE

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRINCIPALES DESAFÍOS DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

PRIMERA PARTE

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRINCIPALES DESAFÍOS DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

I. MARCO GENERAL DE LAS POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL

Como es de conocimiento público, los objetivos fundamentales de la política económica del Banco Central de Chile, definidos en su Ley Orgánica Constitucional, son la preservación de la estabilidad en el valor de la moneda, velar por el normal funcionamiento de los pagos externos y cautelar la estabilidad financiera. La preocupación subyacente en la definición de estos objetivos es poder garantizar la confianza pública en el sistema monetario y financiero, pues en ella radica la base para el funcionamiento eficiente de la economía y constituye, por lo tanto, un prerequisite para el desarrollo del país.

La estabilidad de los precios es el primer elemento de esta confianza. El rol primordial de este objetivo, dentro de las políticas del Banco Central, se debe a la importancia que tiene erradicar los costos económicos y sociales que acarrear tasas de inflación persistentemente altas, como las que históricamente se han observado en la economía chilena. Esta tarea se ha ido alcanzando en forma gradual y sostenida a través del cumplimiento de metas anuales decrecientes de inflación, llevando el ritmo de crecimiento de los precios a su nivel más bajo de los últimos sesenta años.

La solvencia externa constituye el segundo elemento de la estabilidad macroeconómica y financiera. Para alcanzar este objetivo, el instituto emisor ha impulsado políticas coherentes con la mantención de un nivel sostenible para el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, y compatibles con la disponibilidad de financiamiento externo de mediano y largo plazo. La prudencia observada en esta materia ha permitido avances significativos y sustentables en el proceso de integración financiera con el exterior. La clasificación de riesgo de la economía chilena, en la actualidad, es la mejor de la región, y el grueso del financiamiento de la cuenta de capitales de la balanza de pagos corresponde a flujos de inversión extranjera y deuda de mediano y largo plazo.

Finalmente, el tercer pilar en el que se basa esta confianza es la estabilidad del sistema financiero local. La mantención de un ambiente de equilibrio interno y externo, en conjunto con una adecuada regulación y supervisión de los intermediarios financieros locales, garantizan el normal funcionamiento del sistema de pagos interno, la provisión de instrumentos de ahorro diversificados y la eficiente intermediación para el financiamiento de la inversión.

El firme compromiso del Banco Central con estos objetivos es la mejor contribución que puede realizar esta institución al desarrollo del país. El exitoso desempeño macroeconómico de la presente década, sin precedente en nuestra economía durante este siglo, es una clara demostración de las virtudes de un ambiente de creciente estabilidad de precios, estabilidad financiera y equilibrio externo. No es casualidad que, junto con los significativos avances en la estabilización de precios y los niveles récords observados en las tasas de inversión y crecimiento económico, los índices de pobreza muestren significativas reducciones, el proceso de internacionalización comercial de la economía se profundice aceleradamente y los indicadores de solvencia externa experimenten continuas mejorías. El avance logrado en la reducción de la inflación constituye una de las reformas estructurales más importantes de la última década, contribuyendo a elevar la tasa de crecimiento económico y avanzar en la superación de la pobreza, abriendo mejores oportunidades para todos los chilenos.

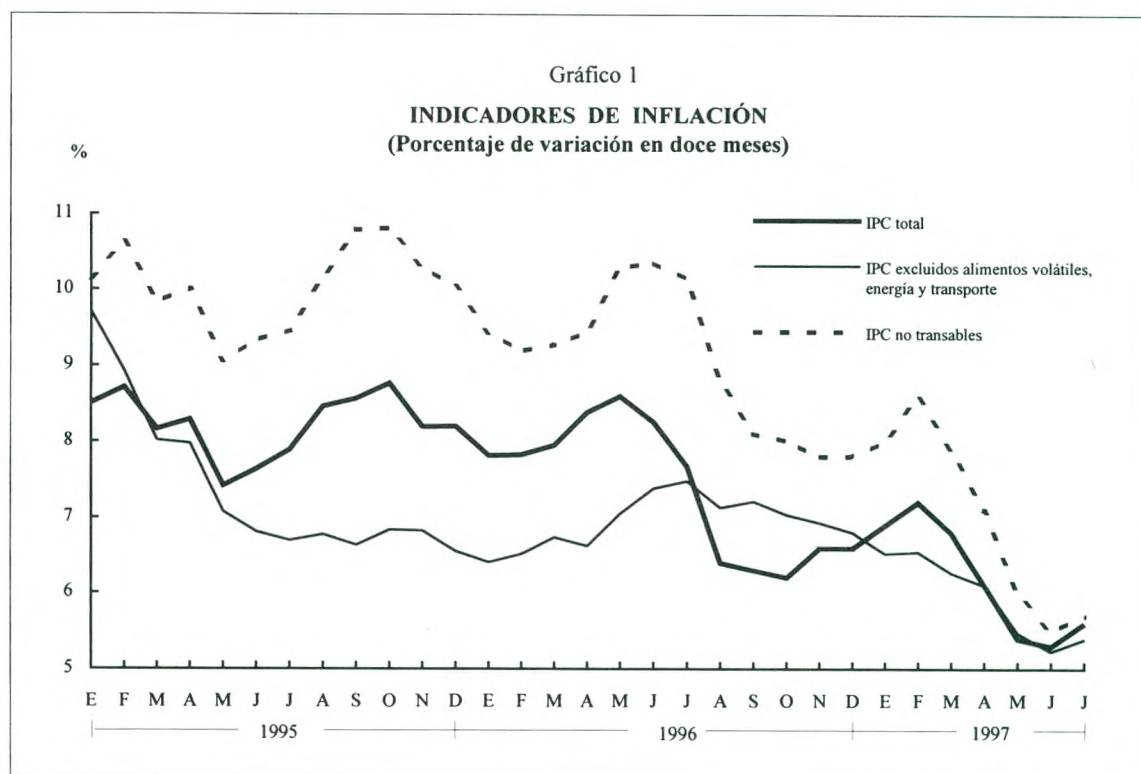
El programa macroeconómico que ha planteado el Banco Central para este año y el próximo, tomando en cuenta la orientación general de las políticas de gobierno de acuerdo con la Ley, refleja los principios anteriormente descritos. La evolución reciente de la economía se enmarca en una trayectoria acorde con estos objetivos. En efecto, se espera alcanzar la meta de inflación de $\pm 5,5\%$ anual a fines de diciembre, al tiempo que se proyecta una expansión del producto interno bruto (PIB) entre $5,5\%$ y $6,0\%$ para el año en su conjunto, y un saldo deficitario para la cuenta corriente de la balanza de pagos en torno a $3,5\%$ del PIB. Estos favorables resultados son consecuentes con la aplicación de una política monetaria que ha buscado garantizar la continuidad de la reducción en el ritmo inflacionario y la sustentabilidad del proceso de crecimiento económico (Cuadros 1 y 2).

La principal tarea por delante es lograr que se sigan generando las condiciones necesarias

para prolongar en el tiempo el crecimiento y la estabilidad alcanzados en los últimos años.

El escenario macroeconómico es propicio para profundizar los avances hacia la estabilidad de precios a un ritmo similar al observado en el presente año, razón por la cual se propone alcanzar una tasa de inflación medida sobre el índice de precios al consumidor (IPC) en torno a $\pm 4,5\%$ anual para diciembre de 1998. El sucesivo cumplimiento de las metas inflacionarias planteadas en años anteriores y la coherencia de las políticas del Banco Central con éstas, avala la rápida incorporación de este objetivo en las decisiones de precios y salarios. Mantener la continuidad de este esfuerzo es crucial para garantizar que sus beneficios de largo plazo se materialicen plenamente. La detención del ritmo de avance sólo llevaría a erosionar la confianza lograda y a incrementar los costos del esfuerzo de estabilización posterior, pues éstos aparecen precisamente cuando se pone en duda el compromiso de las políticas con el objetivo antiinflacionario. Asimismo, es importante preservar la gradualidad del programa de reducción de la inflación, pues de esta forma se evita incurrir en costos macroeconómicos innecesarios.

El éxito de esta tarea no sólo depende de la voluntad del Banco Central, sino también del apoyo de todos los actores pertinentes. La reducción de la inflación y la sustentabilidad del saldo de la cuenta corriente son los resultados más visibles de una estrategia global de política económica que respeta las restricciones que requiere el equilibrio macroeconómico. Esta estrategia involucra necesariamente el concurso de las políticas monetaria y financiera, cambiaria, y también de la fiscal. En este sentido, el importante esfuerzo fiscal reflejado en la continuidad de su superávit y ahorro en niveles como los observados en los últimos años, la eficacia en la recaudación tributaria, y la moderación de los gastos constituyen elementos esenciales que se deben preservar y acentuar. Ello, junto al compromiso del Banco Central con los



objetivos que su Ley Orgánica le ha encomendado, contribuirán a mantener la continuidad en el tiempo de un desempeño tan favorable como el observado en la presente década.

II. TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

II.1 Desarrollos en 1997

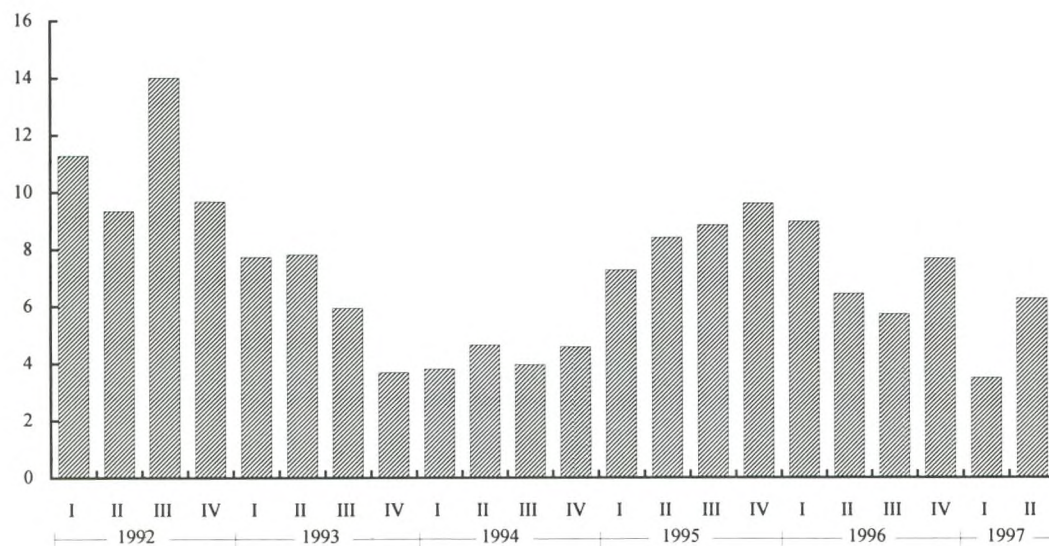
a. Inflación y remuneraciones

En materia de inflación, después de observarse un lento progreso en la reducción de la tendencia inflacionaria, en los últimos meses se han verificado importantes avances. Efectivamente, transcurrido ocho meses del año, la inflación anual asciende a 5,6%, la que se compara favorablemente con el 6,4% acumulado a igual fecha del año pasado. Los distintos indicadores de la inflación subyacente o de

tendencia –que corrigen las distorsiones introducidas por algunos productos, principalmente alimentos, cuyos precios muestran fuertes oscilaciones, muchas de ellas de carácter estacional– confirman la sustentabilidad de estos resultados, dado que sus variaciones en doce meses se sitúan en valores algo inferiores al de la inflación medida (Cuadro 3 y Gráfico 1).

Asimismo, es importante destacar que este quiebre en la tendencia de la inflación se ha materializado principalmente en el ritmo de crecimiento de los precios de los bienes no transables, definidos éstos de acuerdo con el cálculo que realiza el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) a partir del IPC. La experiencia indica que éste es el componente más rebelde de la inflación y el quiebre en su tendencia es garantía de que los resultados obtenidos son perdurables. De igual forma, se destaca la favorable evolución que han registrado las remuneraciones nominales y el índice de costo de la mano de obra en los últimos doce meses,

Gráfico 2
TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL
(Porcentajes)



también en coherencia con la desaceleración inflacionaria. En efecto, la moderación en el ritmo de crecimiento de los índices salariales ha sido congruente con la reducción de la inflación doméstica, traspasando la barrera de un dígito hacia fines de 1996 y comienzos de 1997, para registrar una tasa de incremento en doce meses de sólo 8,3% en julio último para el caso de las remuneraciones nominales.

La moderación en la tasa de incremento de los salarios nominales no ha sido impedimento para que se observen importantes avances en el poder de compra de estos salarios. En el período enero-julio el incremento promedio de las remuneraciones reales se ubicó en torno a 3,0% en relación con igual período del año anterior. Este incremento real, coherente con la evolución de tendencia de la productividad laboral, no ha generado presiones inflacionarias adicionales sobre los mercados de bienes y servicios finales. Para mantener altos niveles de empleo y asegurar la consecución de la meta de inflación es

importante que los agentes involucrados –empleados, empresarios y gobierno– ponderen adecuadamente la incidencia de esta variable en sus decisiones (Cuadros 4A y 4B).

b. Actividad económica, gasto y empleo

En el primer semestre del año, el ritmo de crecimiento de la producción alcanzó a 4,9% respecto de igual período del año anterior, mientras que la demanda interna mostró un incremento levemente superior, 5,0% (Cuadro 7). La velocidad de expansión de ambos agregados se ubicó por debajo de las tasas de crecimiento anual que se observaron en el segundo semestre del año pasado, 6,7% y 6,4% respectivamente, lo que era un objetivo buscado por la política monetaria. En efecto, se consolida un proceso de convergencia hacia niveles de equilibrio interno y externo coherentes con la continuidad del proceso de crecimiento económico y la reducción de la inflación (Gráfico 2).

Dentro del semestre, la tasa de crecimiento económico registró una trayectoria de aceleración en línea con las proyecciones para el año en su conjunto. En el primer trimestre del año se observó un ritmo de crecimiento del PIB estimado en 3,5% anual respecto de igual período del año anterior, reflejo de un menor dinamismo subyacente y de algunos factores puntuales asociados al impacto de la sequía sobre el nivel de actividad económica, especialmente en agricultura y electricidad. A su vez, en el segundo trimestre, el crecimiento del PIB alcanzó a 6,3%, reflejando un mayor vigor en el sector industrial y la construcción, lo que se sumó al fuerte impulso que venían mostrando la minería y el sector de transporte y comunicaciones (Cuadros 5 y 6).

Por el lado de la demanda interna, la formación bruta de capital fijo lideró el proceso de crecimiento económico, registrando en el primer semestre una tasa de crecimiento real del 9,0%, respecto de igual período del año anterior. Los demás componentes de la demanda interna –consumo privado, consumo de gobierno y variación de existencias– mostraron una moderación en su ritmo de crecimiento, alcanzando un incremento de 3,6% en el semestre. Las exportaciones de bienes y servicios crecieron a una tasa real de 9,3% anual en el mismo período, siendo en parte compensado su impacto sobre la producción por una expansión levemente inferior en las compras al exterior de bienes y servicios (Cuadro 7).

En materia de empleo, de acuerdo con las estadísticas del INE, entre enero y julio de 1997 se logró un incremento promedio de 1,6% a nivel nacional, respecto de lo registrado en igual período de 1996. La fuerza de trabajo, en tanto, experimentó un crecimiento de 1,0% en igual período. Con esto, durante los primeros siete meses de 1997 se crearon, en promedio, poco más de 83.000 nuevos puestos de trabajo respecto de igual lapso de 1996, ante una ampliación de la fuerza de trabajo cercana a 54.000 personas. Ello derivó en una reducción de la tasa de desocupación promedio, la que se ubicó en 6,0%

como promedio a julio de este año, cifra que se contrasta con el 6,7% observado en igual período de 1996 (Cuadro 8).

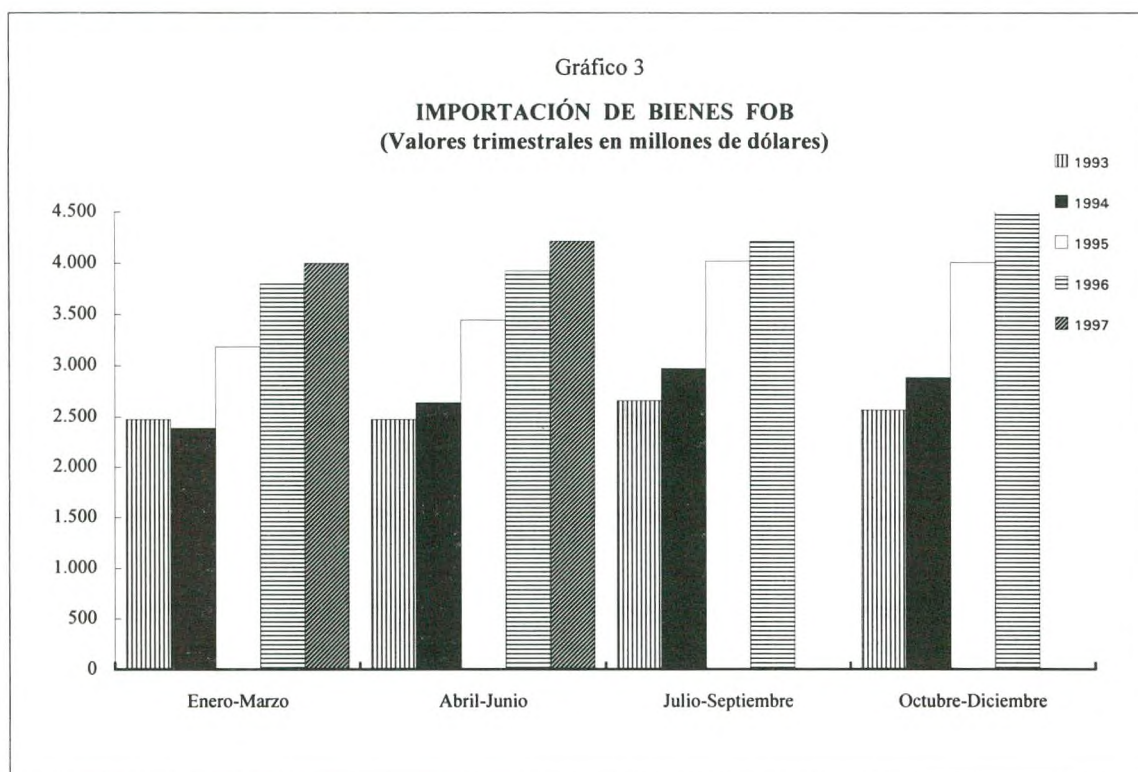
c. Sector externo

Las cuentas externas, por su parte, mostraron un comportamiento más favorable que lo previsto en la anterior edición de este informe, reflejando principalmente la positiva evolución de los términos de intercambio y, en particular, del precio del cobre, cuyo promedio efectivo en lo que va corrido del año, ascendente a 112 centavos de dólar por libra, ha superado significativamente el precio de 95 centavos de dólar por libra proyectado un año atrás.

Durante el primer semestre, el saldo de la balanza comercial alcanzó a US\$ 793 millones en tanto que la cuenta corriente mostró un déficit de US\$ 267 millones. En el mismo período se registraron exportaciones de bienes por US\$ 9.007 millones, mientras que las compras al exterior alcanzaron a US\$ 8.214 millones (Cuadro 10).

El valor total de las ventas al exterior mostró un incremento de 8,1% respecto de lo observado en igual período de 1996, lo que se obtuvo como resultado de un incremento de 11,3% en volumen y de una caída de 2,9% en los precios (FOB). Este crecimiento es atribuible en gran medida al cobre, cuyas ventas al exterior aumentaron 18% en el período, lo que, a su vez, fue consecuencia de un aumento de 25,9% en los volúmenes exportados y de una baja de 6,3% en el precio FOB del metal. Se destaca el incremento en la producción de La Escondida y el impacto de la entrada en producción de las minas El Abra y Andacollo (Cuadro 11).

En el mismo período, las exportaciones de los productos principales distintos de cobre decrecieron en 1,1% en términos de valor, cifra que se descompone en un crecimiento de 1% en el volumen y una reducción de 2,1% en los precios. Dentro de este grupo se observó una enorme dispersión de resultados. Así, mientras los

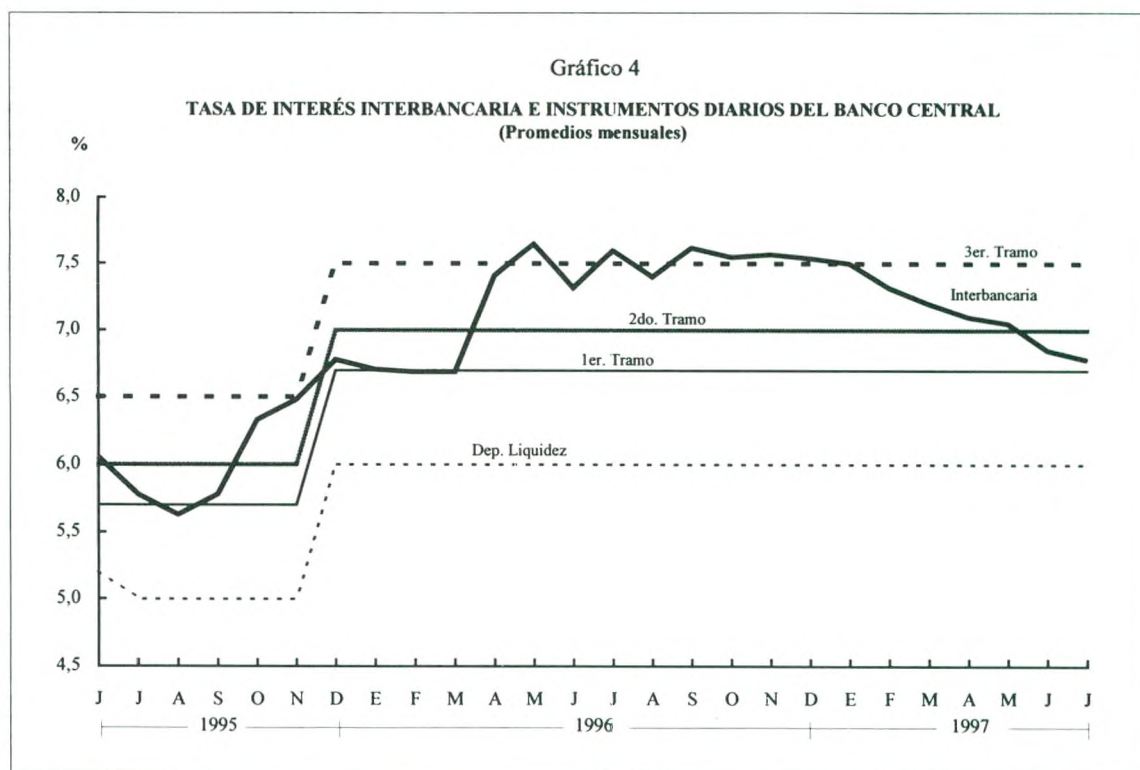


envíos de productos como el metanol o la madera aserrada muestran incrementos significativos en el período, otros más tradicionales, como los embarques frutícolas y la harina de pescado, reflejaron disminuciones en sus valores de 6,5% y 18%, respectivamente. Los primeros se vieron afectados por el impacto de la sequía sobre el adelantamiento de cosechas y la disminución en su volumen, mientras que las exportaciones de harina de pescado se vieron negativamente afectadas por las vedas decretadas sobre la captura de la anchoveta y el jurel, principales insumos utilizados en su producción (Cuadro 12).

Las exportaciones de productos no tradicionales mostraron un crecimiento de 5,3% en el semestre, como consecuencia de incrementos de volumen de 4,0% y de precios de 1,2%. Esta tasa de crecimiento resultó algo inferior a la observada a través de los últimos años, y al igual que en el caso de las exportaciones principales resume una variedad de resultados. Contribuyeron favorablemente a la expansión de este grupo los

mejores precios y volúmenes del sector bebidas, del sector de productos alimenticios derivados del mar, así como el comportamiento positivo del sector químico y del sector de productos metálicos y eléctricos. Mientras tanto, entre los productos cuyas exportaciones disminuyeron en el período, cabe mencionar los productos industriales derivados del agro (Cuadro 13).

Las importaciones FOB alcanzaron un valor de US\$ 8.214 millones en el semestre, lo que representó un incremento de 6,3% en relación con igual período de 1996. El incremento del valor en doce meses alcanzó a 5,9% en términos CIF, y se explicó fundamentalmente por un incremento de cuántum de 9,8%, puesto que los precios disminuyeron en 3,5%. En cuanto a las categorías de bienes, el crecimiento de valor (CIF) fue de 8,6% para los bienes de capital, reflejo del dinamismo del proceso de inversión, y de 20,9% para los combustibles y lubricantes. A su vez, las importaciones de otros productos intermedios y de bienes de consumo alcanzaron valores



menores, 2,5% y 2,1% respectivamente, situación que reflejó la moderación observada en el ritmo de crecimiento de la producción y del consumo privado (Cuadro 11 y Gráfico 3).

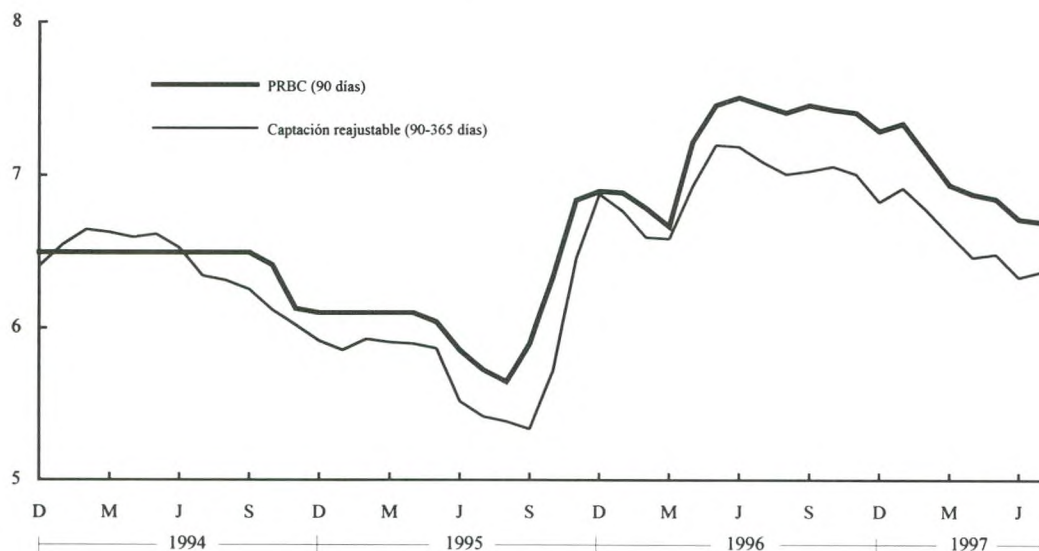
En relación con la cuenta de capitales, durante el primer semestre de 1997 se verificó una entrada neta de capitales al país de US\$ 2.728 millones. Este flujo se explicó en parte importante por un fuerte incremento en las ventas al exterior de acciones de empresas chilenas en forma de ADRs, a lo que se sumó los ingresos netos de créditos de mediano y largo plazo y la inversión extranjera directa.

Finalmente, el saldo de la balanza de pagos, esto es, la suma del saldo de la cuenta corriente y la cuenta de capitales, descontados errores y omisiones por US\$ 234 millones, alcanzó US\$ 2.695 millones en el primer semestre de 1997 (Cuadro 10).

d. Orientación reciente de la política monetaria

Como se recordará, a partir del tercer trimestre de 1995 el Banco Central tomó acciones para moderar el ritmo de crecimiento del gasto, el que entonces se había acelerado en exceso, poniendo en riesgo la reducción de la inflación y el equilibrio externo. El éxito del proceso de ajuste iniciado en esa oportunidad ha permitido continuar la reducción de la inflación y gradualmente ha dado espacio para un relajamiento prudente de la política monetaria. En febrero de este año, el Banco Central comenzó a impulsar una rebaja gradual en el nivel objetivo para la tasa interbancaria (Gráfico 4), luego de observar que la evolución del producto y el gasto eran coherentes con la corrección de los desequilibrios acumulados en la fase expansiva 1995-1996, y que la inflación retomaba una tendencia decreciente. Esta situación se repitió en abril y junio conforme se profundizaron los avances en estas variables, llevando la tasa de

Gráfico 5



corto plazo a su nivel actual, en torno a 6,75% anual sobre la variación de la unidad de fomento (UF). Consecuentemente, las tasas reajustables de captación y colocación del mercado financiero han seguido una trayectoria acorde con esta orientación de la política monetaria (Gráfico 5).

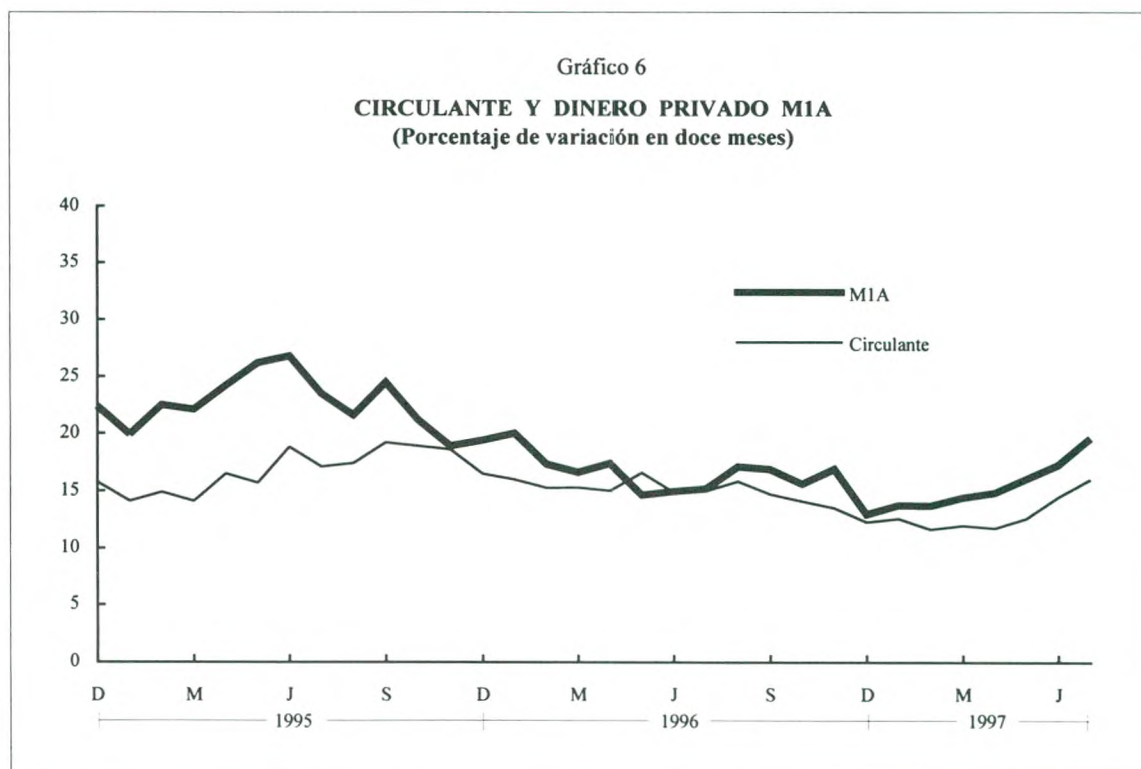
El dinero privado (M1A), mostró un crecimiento anual significativo en términos nominales, coherente con el dinamismo observado en la actividad económica y el gasto (Gráfico 6). En efecto, la evolución reciente de los saldos monetarios reales, corregida por el impacto positivo que ejerce sobre la demanda de dinero el menor nivel de tasas de interés nominales prevalecientes, es compatible con la continuidad del proceso de convergencia hacia mayores tasas de crecimiento de la producción y del gasto.

Es importante destacar que el proceso de ajuste que se ha venido llevando a cabo en el último tiempo es probablemente el más suave de los últimos treinta años, disminuyendo la amplitud

de las fluctuaciones en el ritmo de crecimiento y creación de empleo. Este logro refleja la oportunidad de las decisiones de política monetaria. En la actualidad, el manejo monetario permanece atento a las condiciones sobre las que evoluciona la economía, alerta a prevenir la incubación de eventuales desequilibrios sobre la trayectoria futura de los precios y los principales agregados macroeconómicos. Este planteamiento se ha expresado en una disminución paulatina y pausada de las tasas de interés, buscando evitar una aceleración precipitada del crecimiento de la economía (Gráfico 7). Ello disminuye el riesgo de que, en algunos meses más, se requiera iniciar un nuevo ajuste del gasto, situación que a la larga haría este proceso más costoso y retardaría la consolidación de un ritmo de desarrollo sólido y sostenible de la economía nacional.

e. Las perspectivas para el resto de 1997

La favorable evolución de la tendencia inflacionaria doméstica, junto con los avances



registrados en la moderación del ritmo de crecimiento de los salarios nominales y la estabilidad observada en el comportamiento del tipo de cambio, permiten anticipar el cumplimiento de la meta inflacionaria presupuestada para el presente año, $\pm 5,5\%$. Asimismo, se proyecta que el crecimiento real del PIB se ubique en un rango de $5,5\%$ a $6,0\%$, lo que coincide con la proyección que se efectuó a través de este mismo informe y que se presentó al Senado en septiembre de 1996, mientras que el gasto interno mostraría un ritmo de incremento similar al del producto y algo superior a lo proyectado anteriormente, coincidiendo con una expansión del ingreso nacional también mayor a la anticipada (Cuadro 1).

Aún cuando el crecimiento económico proyectado para el presente año es algo inferior a la tendencia de la última década, constituye un desempeño que resulta plenamente coherente con el programa macroeconómico planteado, y marca la consolidación de un proceso de convergencia

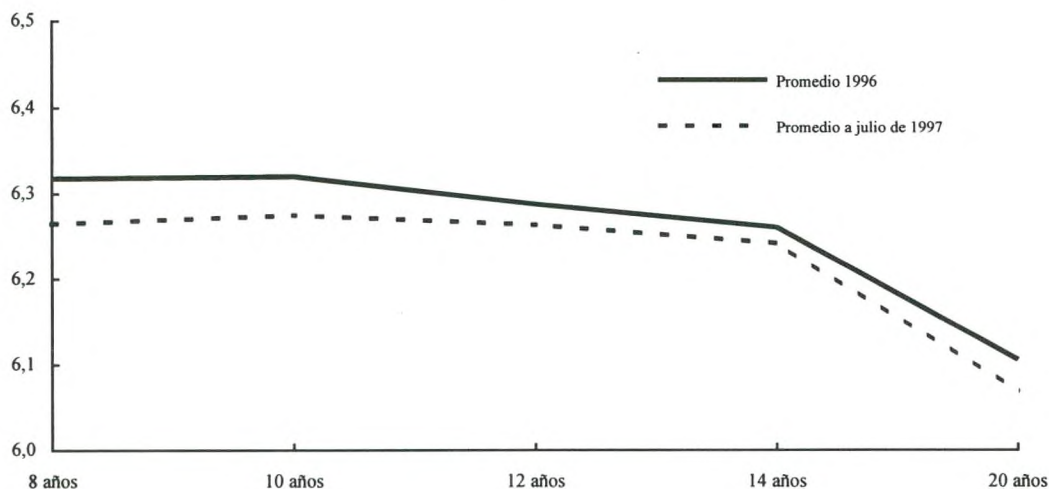
que permite recuperar ritmos superiores de crecimiento sobre bases sólidas y sustentables.

Dentro de los componentes de la demanda interna, destaca el crecimiento proyectado de la formación de capital fijo, $8,5\%$, reflejando las favorables perspectivas de crecimiento económico, la estabilidad que han mostrado las tasas de interés de largo plazo, la ejecución de importantes obras de infraestructura y el dinamismo de la inversión extranjera. Por otra parte, la acumulación de los niveles de inventarios, propia de los períodos de recuperación de crecimiento, contribuirá a impulsar el crecimiento del gasto en la segunda mitad del año. Asimismo, se proyecta que el incremento del consumo total no supere el crecimiento del producto y del ingreso nacional, permitiendo así una recuperación de la tasa ahorro nacional, la que se elevaría a 24% del PIB, tasa que se compara con el $23,3\%$ observado en 1996.

En relación con las cuentas externas, la magnitud del deterioro observado en los términos

Gráfico 7

**DOCUMENTOS LICITADOS DEL BANCO CENTRAL
ESTRUCTURA DE TASAS DE INTERÉS DE LARGO PLAZO
(Porcentaje anual sobre UF)**



de intercambio durante 1997 ha sido inferior a lo anticipado en el informe presentado en septiembre de 1996. Esto ha llevado al Banco Central a revisar las proyecciones del saldo en la cuenta corriente y en la balanza comercial. En la actualidad, se proyecta un resultado deficitario para el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos estimado en torno a US\$ 2.800 millones, mientras que el déficit de la balanza comercial se proyecta en US\$ 650 millones. La mejoría en la balanza comercial respecto de lo observado en 1996, es el reflejo de exportaciones por US\$ 16.900 millones e importaciones por US\$ 17.600 millones (Cuadro 2). Dichas estimaciones consideran un precio promedio anual del cobre de 105 centavos de dólar la libra, el que resulta de proyectar un promedio de 96 centavos de dólar la libra para lo que resta del año.

La proyección de exportaciones de bienes para el presente año muestra un crecimiento en torno a 10% anual en términos de valor y de algo más de 10% anual en términos de volumen. Esta

cifra se descompone en un crecimiento estimado de 15% para el volumen de los envíos de cobre y de 7% para el resto de las exportaciones. En la recuperación de la tasa de crecimiento de las exportaciones principales distintas al cobre, incide significativamente el crecimiento de los envíos de oro metálico y de metanol, manteniendo la tendencia observada en el primer semestre, junto con una recuperación en los embarques de celulosa como resultado de los mejores precios esperados para este período y una normalización en las exportaciones de harina de pescado. En el caso de las exportaciones de productos no tradicionales, se espera que alcancen un dinamismo levemente superior al observado en la primera mitad del año. En cuanto a las importaciones de bienes, se estima que crecerán en torno a 9,5% real respecto del año pasado.

El saldo de la balanza de pagos para el año se estima en alrededor de US\$ 3.900 millones. Dada la posición de la cuenta corriente, este saldo es consistente con un ingreso neto de capitales

–incluyendo errores y omisiones– de alrededor de US\$ 6.500 millones. Cabe destacar que estos ingresos corresponden mayoritariamente a financiamiento externo de mediano y largo plazo. En efecto, una contribución decisiva en estos ingresos se debe a la inversión extranjera neta, la que se estima que alcanzará US\$ 5.050 millones en 1997, mientras que el resto de los capitales de mediano y largo plazo llegaría a US\$ 2.900 millones. En el caso de los flujos de capitales de corto plazo se espera una salida neta de US\$ 1.450 millones. En términos generales, estas cifras reflejan un comportamiento de la cuenta de capitales privada similar a lo observado en los últimos años, y contribuyen a profundizar la recomposición de las obligaciones con el exterior hacia mediano y largo plazo (Cuadro 2).

III. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

III.1 Política monetaria

a. *Estabilización de precios*

Desde 1990 el Banco Central se ha comprometido en una estrategia de reducción gradual, pero sostenida, de la inflación anunciando públicamente metas de inflación para el año siguiente, así como el objetivo final de lograr la convergencia de esta variable a los niveles observados en las principales economías industrializadas. A lo largo de este período, el ritmo inflacionario ha descendido desde tasas en torno a 30% anual, a fines de 1990 y principios de 1991, hasta alcanzar cifras del orden de 5,5% anual en la actualidad. La desinflación ha impactado la evolución de los precios de bienes transables y no transables, así como la de los salarios nominales.

El mismo énfasis en el objetivo de estabilidad de precios que se ha observado en Chile, se ha dado en la enorme mayoría de las economías durante la presente década. Entre los países industrializados, la mediana de inflación ha pasado desde el 5,5% anual de principios de

los noventa a una tasa proyectada para el presente año de 2,4%, de acuerdo con el Fondo Monetario Internacional. Para América Latina, esta misma institución proyecta una mediana de inflación para el presente año en torno a 5,5%, tasa que se compara con una mediana sobre el 20% en 1990.

La racionalidad de este movimiento general hacia menores niveles de inflación se basa en los importantes costos económicos y sociales que están asociados a este fenómeno. La mantención del ritmo inflacionario en niveles altos reduce el grado de monetización de la economía, lo que incrementa los costos de transacción y distrae recursos y esfuerzo creativo para intentar aminorar sus costos privados. Las fluctuaciones en el ritmo inflacionario entorpecen el funcionamiento del sistema de precios, entregando señales equívocas que deterioran la eficiencia y calidad de la asignación de los recursos y reducen la tasa de crecimiento económico. Asimismo, las fluctuaciones de la inflación generan redistribuciones arbitrarias de ingresos y capital entre acreedores y deudores, entre productores y consumidores, y entre empleadores y asalariados, las que suelen afectar negativamente la distribución del ingreso, porque los más pobres no cuentan con los medios para protegerse de sus consecuencias.

Parte de los costos derivados de las sorpresas inflacionarias se pueden aminorar incorporando mecanismos de indización en los contratos privados y en la legislación, pero éstos son sólo paliativos. En efecto, el dinero pierde parcialmente una de sus funciones básicas, la de unidad de cuenta y denominación de los precios, lo que dificulta las transacciones de mercado. El uso extendido de indización rigidiza el comportamiento de los precios relativos, lo que afecta su capacidad de ajuste frente a perturbaciones macroeconómicas o sectoriales y traspasa inestabilidad a otras variables como el producto, el empleo, el tipo de cambio real y la misma inflación. Asimismo, la indización perpetúa el impulso inflacionario y exagera su volatilidad, dificultando así su reducción.

Junto con señalar los beneficios de una menor inflación, no se puede dejar de reconocer que la convergencia hacia estos menores niveles puede acarrear costos ocasionales en el período de transición. La indización de precios y salarios introduce rigideces en el ritmo inflacionario, a lo que se suma la inercia de décadas de inflación crónica. Sin embargo, en la medida que el proceso de reducción de la inflación tenga una gradualidad prudente, estos costos se minimizan permitiendo que precios, salarios y expectativas se acomoden sin traumas a las metas planteadas. En efecto, la estrategia de estabilización que ha seguido el Banco Central ha tomado en plena consideración este aspecto planteando una trayectoria de reducción gradual de la inflación, de tal forma que este esfuerzo no se transforme en un impedimento para observar tasas de crecimiento económico sostenibles y un saldo moderado en la cuenta corriente.

En el mismo sentido, el cumplimiento sucesivo de las metas ha ido incrementando la credibilidad de las políticas, contribuyendo a quebrar la inercia inflacionaria enraizada en las expectativas y en los contratos. A medida que las metas inflacionarias se internalizan en las decisiones de los agentes públicos y privados, se logra una trayectoria inflacionaria coherente con las metas estipuladas, sin requerir de acciones compensatorias enérgicas por parte de la política monetaria.

Los resultados obtenidos en el reciente ajuste económico avalan el éxito de esta estrategia. Los significativos avances observados en la reducción de la inflación se han logrado manteniendo un satisfactorio ritmo de crecimiento en el empleo y en la producción. En efecto, el control de la inflación no es otra cosa que la búsqueda del máximo ritmo de crecimiento que la economía puede ofrecer, pero en forma sustentable y estable en el tiempo. La política monetaria actúa como un estabilizador que ayuda a mantener la economía dentro de un rango de crecimiento coherente con sus capacidades de mediano y largo plazo. Si la actividad económica

se expande por encima de su potencial, presionando sobre la capacidad de recursos instalada y amenazando con acelerar el impulso inflacionario por encima de las metas propuestas, el Banco Central restringe las condiciones monetarias con el fin de conseguir su moderación y reencauzamiento hacia niveles sostenibles. Si, por el contrario, se percibe un estancamiento de la economía y las proyecciones de inflación de mediano plazo se sitúan por debajo de las metas planteadas, entonces el Banco Central responde relajando las condiciones monetarias. Aún reconociendo que la política monetaria opera con rezagos sobre la economía, este enfoque permite que, dentro de una perspectiva de mediano plazo, la producción y el empleo crezcan en forma sustentable de acuerdo a su potencial, con una tasa de inflación bajo control.

En este sentido, es importante destacar el rol de las metas de inflación en la formulación y ejecución de la política monetaria. En una economía dinámica, caracterizada además por fluctuaciones violentas y sorpresivas en sus términos de intercambio, siempre existe un grado importante de ignorancia sobre el potencial de crecimiento de la economía. Por esta razón, el foco principal de las políticas no está en la tasa de crecimiento del producto, sino en la evolución de los precios. Una política monetaria anclada en el cumplimiento de las metas inflacionarias propuestas asegura que el Banco Central no cometa errores sistemáticos en su evaluación del potencial de crecimiento de la economía. Así, si éste aumenta, y el Banco Central no valida las nuevas condiciones, entonces se verán presiones a la baja en la inflación induciendo un relajamiento de la política monetaria, y lo contrario ocurrirá cuando el crecimiento efectivo se sitúe por encima del potencial.

Para afianzar los logros ya obtenidos, es necesario continuar en la misma dirección, pues la contraparte de la gradualidad debe ser la persistencia. Las condiciones estructurales de la economía son compatibles con un nivel de inflación menor al actual y similar al de los países

desarrollados, y la coyuntura es favorable para lograr avances adicionales hacia esta meta en un marco de crecimiento y equilibrio externo.

En la etapa actual, cuando ya se han alcanzado niveles moderados de inflación, es importante evitar una actitud de complacencia que ponga en riesgo la credibilidad del compromiso con el objetivo final de estabilidad de precios. En una economía como la chilena, largamente acostumbrada a vivir con tasas de inflación bastante superiores, y en la que se mantienen vigentes mecanismos de reajustabilidad automática, subsiste un riesgo importante de enfrentar nuevos repunte inflacionarios. La mejor forma de minimizar este tipo riesgos es precisamente alcanzar menores tasas de inflación.

b. Instrumentos de política monetaria

La política monetaria del Banco Central está orientada a facilitar tanto la consolidación de los logros en materia de inflación, como a impulsar futuros avances hacia la estabilidad de precios. El instituto emisor busca los mecanismos más eficientes y efectivos para implementar una política monetaria acorde con estos principios. A lo largo de los últimos años se ha puesto en práctica un conjunto de innovaciones en el instrumental monetario que buscan responder a esta directriz y reflejar la experiencia acumulada en Chile y el resto del mundo sobre esta materia.

Por más de una década la política monetaria del Banco Central se ha basado en su influencia sobre las tasas reales de interés, fundamentada en la incidencia que dichas tasas ejercen, directa e indirectamente, sobre el ritmo de expansión del gasto agregado. Desde 1995, la política monetaria se ha orientado a influir sobre la determinación de la tasa de interés interbancaria, dejando al mercado la determinación del resto de la estructura de rendimientos. A través de este período, las operaciones de corto plazo con pacto de retrocompra (repos), o de retroventa (anti-repos), han adquirido un mayor peso como mecanismo de apoyo a la orientación de las tasas

de interés de corto plazo, lo que ha permitido al Banco Central ganar un mayor grado de control sobre las fuentes de expansión y contracción de la liquidez.

La experiencia con la nueva modalidad de política monetaria ha sido muy satisfactoria. En términos generales, la tasa interbancaria se ha alineado con los objetivos planteados para esta variable, mientras que el resto de la estructura de tasas de interés ha respondido en forma acorde con la orientación de la política monetaria y la evolución del ciclo económico, actuando de esta forma como un elemento estabilizador del mismo.

A su vez, el Banco Central ha favorecido una estrategia de aplicación de la política monetaria que acentúe este impacto estabilizador de las tasas de interés. Dentro de esta estrategia, cabe destacar la transparencia en la comunicación del objetivo para la tasa interbancaria, la oportuna provisión de información económica y de proyecciones, la coherencia de las acciones de política monetaria con los objetivos últimos de ésta, y la gradualidad y, hasta cierto punto, predictibilidad de los movimientos de política monetaria. Todos estos elementos favorecen la eficacia de la política monetaria, transmitiendo claramente sus señales al mercado.

En la misma línea de profundizar la transparencia de las decisiones de política monetaria, el Consejo del Banco Central ha decidido dar a conocer, en forma inmediata a la realización de las reuniones trimestrales de política monetaria, las principales conclusiones de las mismas, publicando posteriormente un extracto de ésta, luego de la realización de la siguiente reunión trimestral. (1)

Otra iniciativa de importancia en relación con el perfeccionamiento del instrumental

(1) Las reuniones trimestrales constituyen instancias formales de análisis y discusión de la marcha de la economía, que no restringen la continuidad del análisis al interior del Banco Central o la frecuencia y oportunidad de las decisiones de política monetaria.

monetario la constituye la introducción de los pagarés descontables con tasa nominal a 42 y 90 días (PDBC-42 y PDBC-90). La creciente monetización de la economía como resultado de los menores y más estables registros de inflación, y la mayor importancia de las operaciones expresadas en pesos, ha creado oportunidades para ofrecer instrumentos financieros acordes que permitan respaldar y facilitar estas transacciones. Asimismo, la incorporación de estos instrumentos se inscribe en la línea de entregar un mayor rol al mercado en la determinación de las tasas de interés incorporando ahora el componente de expectativas sobre la inflación. En efecto, tras la modificación de la modalidad de venta de los PDBC de más corto plazo, anteriormente los PDBC a 30 días, la responsabilidad en la determinación de la "señal" de inflación se ha trasladado al sector privado, acentuando la importancia de evaluar la trayectoria futura de la inflación como elemento principal en la determinación de precios nominales.

La licitación de pagarés nominales constituye un paso importante que en el futuro puede profundizarse conforme el sistema financiero vaya adquiriendo la experiencia necesaria. Aún cuando es temprano para evaluar los alcances de esta innovación, pues la oferta de estos papeles se encuentra en proceso de maduración, los antecedentes disponibles son muy positivos. Los nuevos pagarés han despertado amplio interés en el mercado y los resultados de tasas observados en las licitaciones se han ubicado en rangos razonables y coherentes con el nivel de las tasas reajustables y las expectativas de evolución de la inflación y de la UF.

III.2 Política cambiaria y de regulación de los flujos de capitales externos

a. Solvencia externa

La política cambiaria y de regulación de los flujos de capitales que aplica el Banco Central está orientada a promover las condiciones

compatibles con la mantención de una situación de solvencia externa de la economía chilena. Este objetivo se expresa en mantener un saldo moderado de la cuenta corriente y una trayectoria de estabilidad en la acumulación neta de pasivos con el exterior, privilegiando su financiamiento con recursos de mediano y largo plazo. A este objetivo contribuye todo el instrumental de políticas macroeconómicas: monetaria, cambiaria y fiscal, con el fin de orientar la evolución de la demanda interna en una trayectoria acorde con el ritmo de crecimiento de la producción y la disponibilidad de financiamiento permanente de la economía nacional.

Los resultados de esta estrategia son ampliamente favorables. La creación de un ambiente de estabilidad macroeconómica ha sido propicio para profundizar el intercambio con el exterior. Asimismo, se han creado fuertes lazos de inversión con la economía internacional y, en particular, con el resto de los países de la región. La relativa abundancia de financiamiento externo ha favorecido el desarrollo de una estrategia orientada al mediano y largo plazo, con un mayor peso de la inversión extranjera directa.

En términos globales, la tasa de acumulación de pasivos netos con el exterior no ha excedido el ritmo de crecimiento del valor de producto o el de las exportaciones, permitiendo el progresivo mejoramiento de los índices de solvencia y liquidez externa. Desde principios de la década, la razón de la deuda externa a producto ha pasado desde 57% a 30% a fines de 1996. Asimismo, en términos de las exportaciones, la deuda externa total ha pasado desde 170% a comienzos de los noventa a sólo 120% a fines de 1996. El nivel de reservas internacionales en el Banco Central es equivalente a casi un año de importaciones, supera en más de diez veces a las obligaciones de corto plazo, y en más de seis veces a la emisión total de dinero en el país. También cabe destacar el bajo nivel de los índices de riesgo soberano, lo que permite el acceso a financiamiento externo de largo plazo con un recargo decreciente sobre las tasas de interés internacionales básicas (Cuadros 16 y 17).

Estos desarrollos han entregado solidez al financiamiento de la balanza de pagos, aspecto que es esencial mantener en una economía como la chilena, que habitualmente está sujeta a violentas y sorpresivas fluctuaciones en sus términos de intercambio. En efecto, a lo largo de los últimos años, se ha logrado superar exitosamente un conjunto de situaciones externas que en otras condiciones podrían haber dificultado el manejo macroeconómico. Entre éstas, cabe mencionar las fuertes variaciones que ha registrado el precio del cobre en los últimos años, o las turbulencias observadas en los mercados financieros internacionales luego de la devaluación del peso mexicano en 1995.

La preservación de la sólida posición de solvencia externa es uno de los principales desafíos que enfrenta la economía chilena. Para esto es necesario mantener e incrementar la tasa de ahorro interno respecto de los niveles observados en los últimos años, de tal forma que acompañen los mayores requerimientos de inversión que impone mantener un ritmo de crecimiento económico elevado como el de la última década. De lo contrario, la economía no será capaz de mantener su potencial de crecimiento sin poner en riesgo la sustentabilidad de su posición externa, lo que a la larga también atenta contra la estabilidad del proceso de desarrollo. En efecto, aún cuando el ahorro externo puede sustituir en el corto plazo al ahorro interno en el financiamiento de la inversión, existe abundante evidencia internacional para demostrar que ésta es una vía muy limitada y altamente riesgosa.

b. Integración financiera

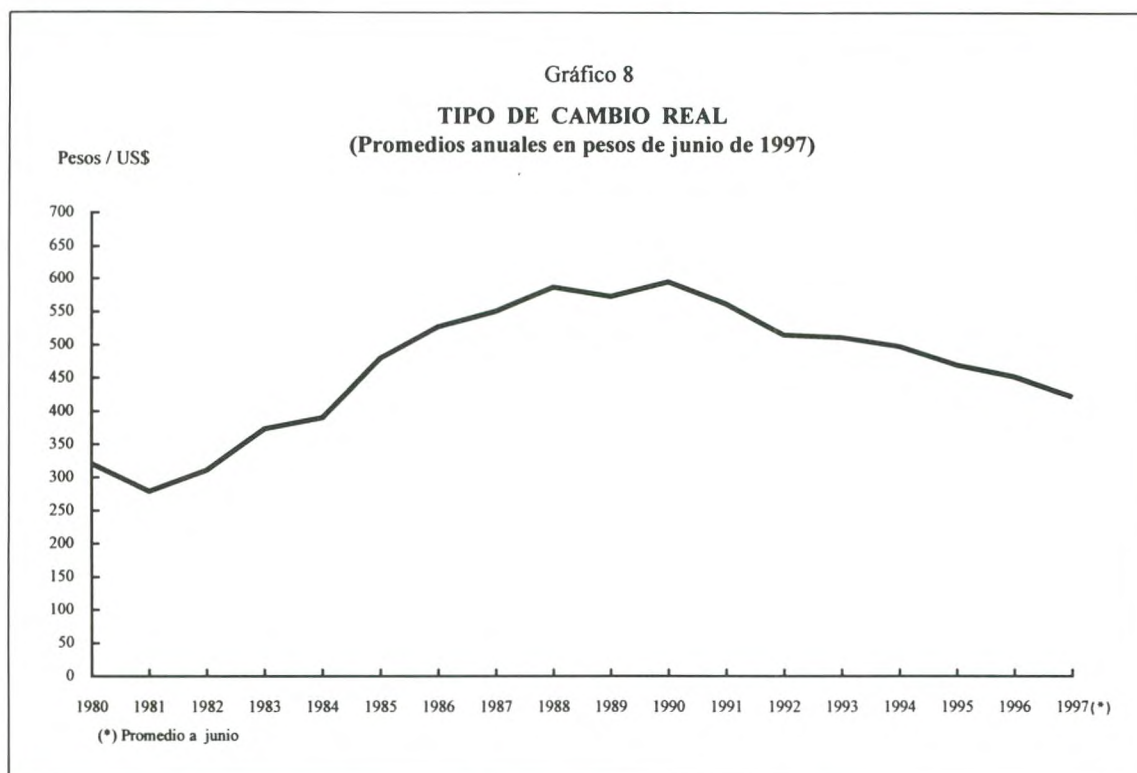
El mismo tipo de cautela se aplica a la estrategia de integración financiera que ha implementado el Banco Central. Se busca una política de avance sostenido hacia la integración a los mercados de capitales internacionales, aplicada en forma gradual para evitar una excesiva expansión del gasto interno, una desalineación desmedida del peso, posibilitar que los precios

relativos de los activos se vayan ajustando oportunamente a la mayor integración económica, y dar tiempo a los agentes internos para que se adecúen a las nuevas condiciones. Se estima que un proceso de integración más rápido conllevaría el riesgo de que, en el corto plazo, se generaran mayores entradas de capitales hacia el país, lo que debe ser cuidadosamente evaluado en relación con el tamaño relativo del mercado de capitales nacional. Esta situación podría impulsar un proceso expansivo que tarde o temprano se revertiría, provocando una situación perjudicial para el desarrollo de la economía y la salud del sistema financiero doméstico. Más aún, a la larga este tipo de situaciones causa un retroceso en el propio proceso de integración financiera.

Especialmente importante es promover una mayor diversificación de la cartera de inversiones de los residentes hacia activos en el exterior, tomando los debidos resguardos para mantener intacta la efectividad de los mecanismos de supervisión financiera y tributaria. Esta política ofrece interesantes oportunidades de reducción de riesgo, las que son de especial importancia en una economía como la chilena, cuyos ingresos por exportaciones sufren significativas fluctuaciones como consecuencia de la volatilidad de los precios de las materias primas.

En esta perspectiva, y continuando con la política de relajar gradualmente las restricciones cambiarias, se adoptaron diversas medidas durante el primer semestre de este año. Entre éstas cabe destacar la eliminación del límite que tenían empresas y personas para adquirir divisas de libre disponibilidad en el mercado cambiario formal. Con esto, se derribó la última de las barreras que existía para las transacciones entre los mercados formal e informal, aumentándose así la liquidez y reduciéndose, a la vez, los costos de transacción en el mercado cambiario. Como era de esperar, el diferencial de precios entre los dos mercados ha desaparecido con lo que, de hecho, ambos se han unificado.

Adicionalmente, se eliminó la obligación de retornar y liquidar en el mercado cambiario



formal las utilidades provenientes de inversiones en el exterior y de operaciones con productos derivados, se autorizó a los bancos a otorgar créditos al exterior para financiar comercio exterior entre terceros países, y se amplió el límite de inversiones en el exterior de las Administradoras de Fondos Pensiones (AFP) desde 9% a 12% del total del fondo de pensiones.

En cuanto a los flujos de capitales desde el exterior, el Banco Central ha continuado con su política de limitar la entrada de capitales incentivados por el arbitraje de tasas de interés. Es así como durante marzo de este año se adoptó la medida de extender el encaje de 30% a los aportes de capital que se realicen a través del Capítulo XIV del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales y que estén destinados a inversiones financieras.

c. Tipo de cambio

En los últimos años, el valor real del peso

se ha venido apreciando a una tasa promedio aproximada de 4% anual. Asimismo, durante la primera mitad de 1997, esta apreciación real alcanzó una tasa en torno a 6% respecto de igual semestre del año anterior, de acuerdo con el índice de tipo de cambio real calculado por el Banco Central (Cuadro 18A y Gráfico 8). Este último movimiento refleja, en lo principal, la fuerte revalorización que ha experimentado el dólar en los mercados internacionales en contraste con la relativa estabilidad de la relación peso-dólar. Las diferencias en el dinamismo de la economía de EE.UU. respecto de Japón y Alemania, así como las consecuencias fiscales y monetarias de la implementación del Tratado de Maastricht, han derivado en fuertes fluctuaciones de las paridades entre las principales monedas internacionales, volatilidad que es capturada por el tipo de cambio real. En efecto, desde enero de 1996 a la fecha el dólar se ha apreciado cerca de 25% respecto del marco alemán, y más de 10% respecto del yen japonés.

En respuesta a los movimientos de los mercados cambiarios internacionales y su impacto sobre la política cambiaria de la economía nacional, el Banco Central decidió modificar, en enero del presente año, la composición de la canasta de monedas sobre la que se define la regla cambiaria con el fin de incrementar la importancia relativa del dólar estadounidense en desmedro del yen japonés y el marco alemán. La significativa y repentina aceleración en el ritmo de apreciación de la moneda norteamericana observada entre fines de 1996 y principios de 1997 elevó significativamente el piso de la banda cambiaria empujando el valor de mercado hasta niveles insostenibles. La oportuna modificación de la banda evitó continuar traspasando su impacto al tipo de cambio doméstico, situación que, de no mediar la corrección realizada, podría haber llevado su valor hasta niveles cercanos a \$ 465 por dólar, claramente desalineado en atención a los requerimientos del equilibrio externo e interno, y no sustentable a través del simple expediente de la intervención cambiaria.

Este último aspecto es importante de destacar, pues conforme se profundiza la inserción comercial y financiera de la economía chilena, también se atenúa la capacidad de influencia directa del Banco Central sobre el tipo de cambio. En efecto, realizando un gran esfuerzo patrimonial a través de los últimos años, el Banco Central ha logrado orientar el valor de la divisa en una trayectoria coherente con el equilibrio de las cuentas externas, tanto de corto como de mediano plazo. Sin embargo, este logro sólo refleja que las fuerzas fundamentales detrás de su determinación han sido compatibles con esta trayectoria.

En una economía de mercado, el tipo de cambio real no puede sino obedecer a estos fundamentos. Entre éstos, cabe mencionar los diferenciales entre países en la tasa de crecimiento de la productividad y del ingreso, la fortaleza de la relación de intercambio, los aranceles, y otras barreras naturales y paraarancelarias. Estos elementos afectan la competitividad tanto de

nuestras importaciones como de nuestras exportaciones, así como también la composición y el nivel del gasto doméstico en relación con el producto, en la que inciden las decisiones de gasto y ahorro del sector privado y del gobierno.

La trayectoria reciente del tipo de cambio real refleja, en gran medida, la evolución de estos determinantes fundamentales de mediano y largo plazo. El significativo crecimiento de la productividad en Chile en relación con sus principales socios comerciales, el creciente acceso a financiamiento externo de mediano y largo plazo y las mejores condiciones de entrada a mercados de exportación como consecuencia de la retirada del proteccionismo en el mundo y en especial en la región, han derivado en cambios sustantivos en las corrientes de divisas cuyo impacto inevitablemente se refleja en la paridad cambiaria real.

Los mercados cambiarios son fluctuantes debido a que los flujos de divisas, presentes y futuros, y los movimientos de capitales son fluctuantes, por lo que es conveniente que el precio de la divisa así lo exprese. El riesgo cambiario es, en gran parte, inherente al intercambio comercial y financiero con el resto del mundo, y no parece adecuado que en una economía de mercado el Banco Central evite todas esas fluctuaciones. Asimismo, el desarrollo de productos financieros derivados –mercado aún incipiente– permite a los oferentes y demandantes traspasar o compartir el riesgo de corto plazo que enfrentan, pagando un precio de mercado por este servicio.

Por otro lado, no se puede desconocer que la política monetaria también puede influir sobre la evolución del tipo de cambio de corto plazo. El Banco Central ha neutralizado en gran medida los efectos de corto plazo a través de su política de reservas internacionales y de la utilización de regulaciones complementarias que afectan principalmente a las entradas de capitales externos de corto plazo de carácter financiero. Sin embargo, reconocer esta influencia no implica que el Banco Central pueda lograr con sus políticas

cambiaria y monetaria incrementar la competitividad de largo plazo del tipo de cambio real. Es ilusorio plantear que la política monetaria se puede utilizar con este fin, pues de no mediar modificaciones en los elementos fundamentales que influyen sobre este precio, el resultado final sólo implicará presiones inflacionarias adicionales sin generar consecuencias persistentes sobre la competitividad de los sectores transables. En efecto, la única consecuencia duradera de una política como esa será el retroceso en la credibilidad del compromiso antiinflacionario del Banco Central.

Esto no es obstáculo para que el instituto emisor realice un seguimiento atento de un precio tan importante como el tipo de cambio real, evaluando en forma permanente su coherencia con las restricciones de equilibrio interno y solvencia externa antes señaladas, y actuando oportunamente. El éxito de esta estrategia requiere de la coordinación del conjunto global de políticas macroeconómicas en la misma dirección. Entre éstas, se cuentan la cautela por la estabilidad financiera interna y externa; y también la apertura gradual de las cuentas financieras que permita limitar los riesgos de grandes fluctuaciones en los precios de los activos domésticos y le otorgue un margen de acción adicional a la política monetaria. En este contexto, cabe destacar especialmente, la cooperación continua y sostenida de las políticas fiscal y monetaria buscando limitar la expansión del gasto interno y promover la generación de ahorro doméstico. Sin crecimiento del ahorro interno, público y privado, será imposible mantener niveles adecuados de competitividad en el tipo de cambio real, ya que no habrá espacio para aliviar la presión de la política monetaria sobre las tasas de interés internas.

III.3 El patrimonio del Banco Central (2)

Para cumplir los objetivos que le encomienda su Ley Orgánica Constitucional, el

(2) Este tema ha sido analizado en detalle en el informe al Senado presentado en septiembre de 1995.

Banco Central hace uso de las facultades operacionales y normativas que la ley le confiere, y también de los recursos financieros y la capacidad de endeudamiento que le provee tanto su patrimonio como su credibilidad.

Un desempeño exitoso del Banco, en términos del logro de los objetivos perseguidos con sus políticas, no siempre va alineado, por lo menos en el corto plazo, con los resultados exhibidos por su balance. La reducción de la inflación, por ejemplo, implica renunciar a una fuente de financiación expedita y sin costo. Del mismo modo, la acumulación de reservas internacionales, a veces necesaria para salvaguardar la estabilidad de la balanza de pagos, también conlleva costos, debido a que la rentabilidad de los activos externos es menor que la rentabilidad alternativa de invertir esos recursos en la economía nacional. Finalmente, el velar y garantizar la normalidad de los pagos internos también compromete potencialmente el excedente del instituto emisor. De esta manera, la calidad de la gestión del Banco se percibe primordialmente de acuerdo con el cumplimiento de sus objetivos institucionales. Es por ello que, a pesar de la precaria situación patrimonial que muestra su balance, debido en parte importante a operaciones de rescate del sistema financiero realizadas hace más de una década, el Banco Central ha venido capitalizando en los últimos años una creciente credibilidad, que le permite administrar su deuda y aplicar sus políticas con normalidad.

No obstante lo señalado, también es importante llamar la atención sobre los potenciales efectos adversos de las pérdidas en que ha venido incurriendo el Banco Central. En primer lugar, pueden comprometer su capacidad de maniobra futura para enfrentar eventuales situaciones conflictivas. En períodos de crisis, un patrimonio deteriorado puede afectar de un modo especial la percepción de viabilidad de las políticas y con ello, la eficacia de las mismas. Por el contrario, el fortalecimiento de la situación patrimonial del Banco Central y de los flujos de

utilidades que determinan su evolución en el tiempo le permiten realizar en forma autónoma sus políticas y transferir dividendos al Fisco, lo que alivia otras cargas fiscales y facilita el financiamiento de programas públicos prioritarios. Además, las pérdidas operacionales del Banco Central incrementan la capacidad de gasto del resto de la economía y deben ser compensadas fiscalmente para evitar efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica.

a. Las pérdidas de caja

Lo anterior ilustra la conveniencia de analizar los resultados del Banco Central tanto en términos contables como de caja. Con el enfoque contable, orientado a la evaluación, proyección y análisis de las partidas del balance patrimonial y del cuadro de resultados, se apunta a determinar en qué medida la gestión de la política monetaria cuenta con un soporte patrimonial que refuerce su eficacia. Con el análisis de los resultados desde el punto de vista de caja, por otra parte, se busca identificar y evaluar los resultados en función de su incidencia directa sobre el gasto y los equilibrios macroeconómicos. Con miras a este objetivo, se excluyen las pérdidas o ganancias de capital que subyacen en los reajustes y en los ajustes contables de valoración, así como también, los intereses cuyo devengo efectivo es discutible. El déficit de caja del Banco Central, también conocido como déficit cuasifiscal, es especialmente apropiado para el análisis económico coyuntural.

Durante la primera mitad de la década, las pérdidas de caja superaban los US\$ 500 millones anuales. En 1996, éstas se redujeron a la mitad, esperándose para 1997 una ligera disminución adicional. En lo sustantivo, la caída del déficit de caja a partir de 1996 es explicada por el prepagado de deuda externa, lo cual contribuyó a incrementar el retorno real medio de los activos externos netos del Banco Central desde un 3,8% en 1995 a 5,2% en 1996. Asimismo, la disminución de la brecha entre las tasas de interés internas y externas también ha contribuido sobre esta evolución más favorable.

En menor medida, las operaciones realizadas para normalizar la situación de los bancos que mantenían obligación subordinada también ayudaron a mejorar los resultados. Ello permitió recaudar entre 1996 y 1997, por única vez, una parte de los intereses devengados y no pagados de ejercicios anteriores. A contar de 1998, reconocido ya en el balance el menor valor económico de estos activos, el devengo contable de intereses puede incluirse en su totalidad dentro del cálculo del resultado de caja.

Es importante reconocer que las pérdidas de caja podrían llegar a comprometer la estabilidad macroeconómica. Si las pérdidas de caja del Banco Central crecieran exageradamente, el instituto emisor se vería obligado a incrementar su deuda en forma creciente, creando presiones de importancia sobre los mercados crediticios y el nivel de las tasas de interés, lo que hasta podría conducir al financiamiento monetario de las pérdidas, con el consiguiente descontrol sobre el proceso inflacionario.

Con el déficit de caja del Banco Central en torno al 1% del PIB y en las condiciones económicas de los últimos años, el riesgo de acercarse a una situación peligrosa es bajo. Mientras la deuda interna se expanda a una tasa menor que la del producto y la economía continúe creciendo en forma estable y sostenida, el manejo de la deuda no ocasionará problemas macroeconómicos de gravedad. El nivel de la deuda interna se encuentra en torno a 30% del PIB.

Cabe destacar, sin embargo, que la mantención de niveles de deuda interna estables y reducidos ha sido posible en virtud de la generación de superávit en el sector público, práctica que se ha mantenido ininterrumpida desde fines de los ochenta. Dichos superávits han permitido el rescate permanente de deuda pública, interna y externa, contribuyendo decisivamente a crear el espacio para la colocación no inflacionaria de títulos de deuda por parte del Banco Central. De lo anterior se desprenden dos reflexiones. La primera es la necesidad de continuar generando superávits fiscales para el

buen manejo monetario. Es común que se identifique los superávits con holguras potenciadamente gastables en nuevas contingencias. Tal razonamiento es erróneo. En términos macroeconómicos deben consolidarse los resultados del gobierno y del Banco Central para apreciar adecuadamente la situación, es decir, las pérdidas del Banco Central no generan problemas macroeconómicos sólo si van acompañadas de un superávit fiscal compensatorio. En segundo lugar, una perspectiva de mediano plazo hace indispensable considerar una readecuación y fortalecimiento del balance del Banco Central. Las conversaciones sostenidas con el Ministro de Hacienda para enfrentar este problema han determinado que existe un diagnóstico compartido, confiando el Banco Central en una pronta solución legislativa. Sin ello, el efecto macroeconómico de las pérdidas del Banco Central, causada por la ejecución de políticas en sí apropiadas, dependería del resultado de las cuentas fiscales, y la propia autonomía del Banco se vería amenazada.

b. Las pérdidas contables

Las pérdidas contables se obtienen – además de los gastos operacionales netos – de los intereses devengados y de los reajustes reales netos que se reconocen para los activos y pasivos del Banco. Los reajustes reales representan el cambio del valor real del activo o pasivo, el que depende de los cambios de valor de su moneda de denominación respecto del valor de la UF y de otros cambios de valor (castigos y ajustes de valor por cambios en las tasas de interés de mercado, entre otros). En términos acumulados, durante los años noventa se han registrado significativas pérdidas contables, si bien de magnitudes muy inferiores a las de los años ochenta.

Los resultados contables negativos de los últimos años se concentran en el ejercicio de 1994, cuando se decidió reflejar en el valor del dólar acuerdo la tendencia de apreciación del peso que se había observado en los años anteriores. A pesar de la reducción de las pérdidas de caja de los

últimos tres años, las mermas del patrimonio contable han persistido, especialmente a contar de 1996. En estos resultados ha continuado influyendo la tendencia de apreciación real del peso, lo cual, como se ha señalado, se traduce en una reajustabilidad más pronunciada de los pasivos, fundamentalmente en UF, en relación con la de los activos, principalmente en divisas. Cabe hacer notar que una parte de las pérdidas por reajuste real tienen como contraparte una ganancia para el Fisco, que ve disminuir el valor real de su deuda en dólares con el Banco Central. De esta manera, la situación ha derivado en que el patrimonio contabilizado al 30 de junio del presente año se sitúe en una posición negativa de UF 24,3 millones. Asimismo, las proyecciones disponibles indican que en los años venideros continuará la tendencia al deterioro en la situación patrimonial del instituto emisor. Una tendencia de apreciación real del peso afecta negativamente los resultados contables como consecuencia de la importante acumulación de reservas internacionales y la denominación en dólares de la deuda pública. En este resultado también influyen el diferencial de retorno entre estos activos y el costo interno de la deuda inducido tanto por las elevadas tasas de retorno de la economía, como por los requerimientos del equilibrio macroeconómico, y el reconocimiento gradual de los costos históricos asociados al proceso de saneamiento de la banca de mediados de los ochenta.

Aunque la negativa evolución del resultado patrimonial requiere plantear soluciones, no se proyecta en lo inmediato como un impedimento para que el Banco Central desarrolle sus políticas de reducción de la inflación. El comportamiento de la deuda interna del Banco Central tendría un crecimiento estable en relación a los recursos disponibles, situación que se explica tanto por las favorables perspectivas de crecimiento para el producto, que son relativamente similares a las tasas de costo de fondos, como por los recursos que deberá destinar el Fisco para cubrir los vencimientos de capital de los Pagarés de Tesorería mantenidos por el Banco Central.

Como conclusión, se estima que diversos elementos aconsejan un cambio que mejore la situación patrimonial y de flujos futuros. Esta mejora podría obtenerse con una redefinición de las condiciones a que están afectos los activos y pasivos que el Banco Central mantiene con el Fisco, así como con medidas complementarias destinadas principalmente a recuperar el nivel de las corrientes de utilidades que afectan la evolución de su patrimonio. Considerando el permanente flujo de recursos financieros que el Fisco ha venido canalizando al Banco Central, los cuales han sido importantes y han ayudado eficazmente al logro de los objetivos de estabilización, este arreglo debería propender a lograr flujos netos positivos en el Banco Central, que le permitan gradualmente recuperar el patrimonio que dispone la Ley. La solidez del patrimonio del Banco Central es un complemento necesario de la autonomía consagrada en su Ley Orgánica Constitucional y es un requisito para enfrentar con mayor eficacia eventuales dificultades.

III.4 Política financiera

a. *Desarrollos recientes*

En el curso del último año se han adoptado una serie de medidas en la dirección de profundizar la internacionalización del mercado de capitales. Entre éstas cabe destacar: (i) la autorización a los bancos para otorgar créditos destinados a financiar operaciones de comercio exterior entre terceros países; (ii) la ampliación del límite de inversión de las AFP en el exterior de 9% a 12%; (iii) la autorización a los Fondos Mutuos Internacionales de invertir hasta un 100% en los mercados externos; (iv) la creación de Fondos de Inversión Internacional, como vehículo de inversión en el exterior de las AFP, con pleno acceso al mercado cambiario formal; y (v) la flexibilización de la clasificación de riesgo de bonos subordinados emitidos por bancos.

En el futuro inmediato, los hitos más importantes estarán representados por una serie

de modernizaciones impulsadas por el Ministerio de Hacienda con la colaboración del Banco Central, que actualmente se discuten en el Congreso Nacional. En primer lugar, cabe mencionar la Ley General de Bancos, que autoriza a la banca a integrarse activamente en el proceso de internacionalización que se observa en el resto del mundo, tomando los debidos resguardos para preservar la estabilidad del sistema financiero nacional.

En el ámbito de los negocios domésticos, los bancos son autorizados a desarrollar nuevas actividades, entre las que destacan el factoring, leasing, securitización, sociedades de apoyo de giro, asesoría financiera, underwriting de acciones y corretaje de seguros no previsionales.

Otro aspecto importante de la nueva Ley dice relación con el otorgamiento de licencias bancarias. En este sentido, se busca establecer criterios más objetivos fundamentados en la solvencia e integridad del solicitante.

Ante la necesidad de preservar la solvencia de las instituciones financieras y la estabilidad del sistema de pagos, la nueva Ley de Bancos dará un paso importante para adaptar los requerimientos de capital de los bancos a aquellos propuestos por el Comité de Basilea. De esta manera, se mejora la eficiencia en el control de riesgos asumidos por la banca, y se da una señal al exterior que aumenta la confianza en el sistema financiero nacional. También se busca mayor transparencia en la información, que es esencial para adoptar decisiones en el campo del crédito y las finanzas.

Un segundo proyecto, en discusión en el Congreso Nacional, es la Bolsa Internacional de Valores. Ésta permitirá ofrecer un servicio de intermediación de valores externos, la que podría operar aislada de las restricciones cambiarias, en la medida que no traspase fondos al mercado de capitales doméstico. La operación de una bolsa internacional constituirá un impulso importante a la profundización del sistema financiero, siendo

un paso fundamental en el posicionamiento de Chile como centro financiero internacional.

b. Desafíos futuros

La supervisión consolidada de conglomerados financieros es un paso fundamental en el proceso de internacionalización de la banca. En efecto, existe consenso en que las disposiciones regulatorias que evitan la posibilidad de compartir recursos o imagen corporativa entre las instituciones pertenecientes a un mismo grupo financiero, no evitan el fenómeno de contagio psicológico, considerando las asociaciones que hace el mercado al identificar relaciones de propiedad. Adicionalmente, de acuerdo a lo sugerido por el Comité de Basilea, la internacionalización de los bancos debe exigir supervisión consolidada en su país de origen.

Bajo un esquema no consolidado de supervisión, y recogiendo las experiencias de otros países, se da la posibilidad de constituir el capital de la oficina principal sobre la base de préstamos de oficinas internacionales pertenecientes al grupo. El resultado es un conglomerado con niveles de capital extremadamente bajos, arriesgando así la estabilidad del sistema financiero del país de origen.

La supervisión consolidada actúa en forma complementaria a los objetivos funcionales de cada superintendencia. En efecto, debe existir un supervisor que vele por la solvencia del grupo financiero como un todo.

Desde el punto vista de los grupos financieros, al estructurarse como conglomerados supervisados consolidadamente, es razonable permitir la posibilidad de compartir activos tales como el nombre, la imagen corporativa e intangibles entre las filiales del grupo.

Considerando el objetivo fundamental de profundización y modernización de nuestro sistema financiero, el marco regulador debe considerar una normativa que, desde el punto de

vista de operación de los bancos, permita cubrir eficientemente los riesgos de crédito y de mercado. Las sugerencias que en este sentido emanan del Comité de Basilea, dan una pauta a nivel internacional. De acuerdo con las experiencias observadas en países industrializados, la autorregulación aparece como una tendencia a considerar dentro de un marco de transparencia respecto de las posiciones y operaciones de los bancos. Complementariamente, es necesaria una normativa que cautele la solvencia y la estabilidad de la banca, exigiendo capital y reservas sobre la base de los niveles de riesgo y de la naturaleza de los riesgos que los bancos asumen.

En otro ámbito, el país presenta un desafío importante en lo que se refiere al desarrollo de instrumentos derivados utilizados para la cobertura de los riesgos que permanentemente enfrentan los agentes económicos. En este sentido, las autoridades económicas tienen como tarea crear las instancias que permitan impulsar el desarrollo de estos mercados en un marco adecuado de riesgo.

De acuerdo con la experiencia de los países desarrollados, existe el desafío de impulsar una mayor automatización del sistema de pagos, lo que permitiría reducir costos de operación y riesgos propios de los actuales mecanismos de compensación. Asimismo, dentro del ámbito de la modernización de los sistemas de pagos, el estudio, análisis y regulación de la introducción de tarjetas inteligentes prepagadas o dinero electrónico, aparecen como un elemento importante dentro de los desafíos futuros.

III.5 Obligación subordinada

La Ley N° 19.396, promulgada en julio de 1995, otorgó al Banco Central y a los bancos con obligación subordinada la facultad para modificar los convenios de pago vigentes bajo la Ley N° 18.401, con el fin de solucionar definitivamente el tema de la deuda. Las modificaciones de los convenios de pago implicaron para el Banco

Central un mayor valor económico de la recuperación que se origina en varios factores. Primero, mejoró la calidad de los activos del Banco Central al establecerse garantías en acciones de los bancos. Segundo, se permitió extinguir la obligación subordinada en plazos acotados y más cortos. Tercero, la valorización de los bancos se efectuó con parámetros de mercado. Todos estos factores contribuyeron a generar incentivos encaminados a aumentar la eficiencia y la rentabilidad de los bancos y a reducir sus riesgos, subsanando fallas que presentaban los anteriores convenios de pago.

Además, el pago de la obligación subordinada a su valor económico significa que no hay transferencias de recursos desde el Banco Central o del sector público en favor de los bancos obligados o de sus accionistas. En efecto, la pérdida contable que origina la extinción de la obligación subordinada en el balance del Banco Central no tiene como contrapartida una pérdida económica. Esta última ya se produjo como consecuencia de la crisis económica que afectó al país a comienzos de los ochenta.

Por último, la aplicación de la Ley N° 19.396 otorga transparencia a la propiedad de los bancos, lo que es una condición básica para el normal funcionamiento de la banca en una economía de mercado. Al mismo tiempo, facilita la apertura de la banca a nuevas actividades, su internacionalización, una adecuada supervisión, y contribuye a la normalidad tributaria.

En conformidad con lo dispuesto en la referida Ley N° 19.396, el Banco Central procedió a negociar las nuevas formas de pago de dicha obligación con las instituciones deudoras, como resultado de la cual las obligaciones que mantenían los bancos BHIF, Internacional, Concepción, y Santiago con el Banco Central se han extinguido. En el caso del Banco de Santiago, el Banco Central se encuentra en proceso de enajenar las acciones recibidas en pago para extinguir la deuda subordinada. Finalmente, en el caso del Banco de Chile, se suscribió una nueva

forma de pago de la obligación subordinada, consistente en el pago de la totalidad de dicha deuda en cuarenta cuotas anuales, iguales y sucesivas, las que se encuentran en servicio (Anexo 1).

IV. PERSPECTIVAS Y METAS MACROECONÓMICAS PARA 1998

El programa macroeconómico para 1998 busca continuar avanzando hacia el objetivo de estabilidad de precios, para lo cual se plantea una meta inflacionaria de $\pm 4,5\%$, un punto porcentual por debajo del resultado esperado para diciembre del presente año. Este avance es coherente con una proyección de crecimiento económico entre $6,5\%$ y 7% , al tiempo que el gasto interno mostraría un crecimiento similar al del producto. A pesar de esto, y como resultado del deterioro esperado en la relación de términos de intercambio y su impacto sobre el ingreso nacional, se proyecta una leve ampliación del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos respecto de lo observado en el presente año para situarse en 4% del PIB (Cuadro 1).

Para el próximo año se proyecta la continuidad del liderazgo de la formación bruta de capital fijo dentro del proceso de expansión del gasto interno, lo que permitiría alcanzar una tasa de inversión levemente superior a la proyectada para 1997, es decir, sobre el 29% del PIB. Asimismo, se espera que el consumo privado y público muestren un crecimiento similar al del ingreso nacional, lo que llevaría a mantener prácticamente constante la tasa de ahorro interno, esto es, en torno a 24% del PIB medido a precios corrientes.

En relación con las cuentas externas, dentro del marco de políticas previsto en este informe, se proyecta que en 1998 el déficit comercial alcance a US\$ 1.350 millones, como consecuencia del deterioro anticipado en los términos de intercambio. Se estima que las exportaciones totales mostrarán un incremento en su valor en

torno a 5,5%, básicamente como consecuencia de un aumento en el volumen exportado del orden de 7,5%. Estas proyecciones contemplan que el precio promedio del cobre en 1998 se sitúe en 96 centavos de dólar la libra, por debajo del precio de 105 centavos de dólar que se proyecta para el presente año. A su vez, se espera un menor ritmo de aumento en el volumen de las exportaciones de cobre respecto del observado en el presente año, 7,0%. Para los productos distintos del cobre se esperan incrementos del orden de 11% en el valor de sus ventas al exterior, las que corresponden a incrementos de volúmenes del orden de 8%, explicándose el resto por mejores precios. Las importaciones, por su parte, crecerían en torno a 6,5% en términos de volumen y 9,0% en términos de valor (Cuadro 2).

El saldo negativo de la balanza comercial antes mencionado, se verá incrementado por el saldo proveniente de las cuentas de servicios y transferencias, generándose un déficit en cuenta corriente en torno a los US\$ 3.700 millones, lo que representa una cifra cercana al 4,0% del PIB.

El superávit en la cuenta de capitales, ascenderá a un valor en torno a los US\$ 6.900 millones, superando las necesidades de financiamiento definidas por el déficit en cuenta corriente en un monto estimado de US\$ 3.200 millones. Cabe mencionar que cerca del 95% del financiamiento externo corresponde a flujos externos de mediano y largo plazo, dentro de los cuales destacan tanto la inversión extranjera directa como la de cartera.

En resumen, para 1998 se proyecta profundizar la estrategia de reducción gradual de la inflación, acompañada de un crecimiento económico sólido y sostenido, y un déficit en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos en línea con el equilibrio de mediano y largo plazo. Este camino, sin embargo, no está exento de riesgos y desafíos. En efecto, un peligro latente es la actitud de complacencia que comienza a prevalecer respecto de tasas de inflación como las alcanzadas en la actualidad. Estas son

notablemente inferiores a los promedios históricos observados en la economía chilena, pero aún son insuficientes para garantizar una efectiva estabilidad de los precios. Una actitud vacilante en este frente sólo traerá mayores dificultades para controlar y reducir la inflación en el futuro, razón por la cual es necesaria la continuidad del proceso de estabilización.

Asimismo, se requiere avanzar en la consecución de un mayor esfuerzo de ahorro nacional que permita satisfacer los requerimientos de inversión del proceso de crecimiento económico, sin poner en riesgo la solidez de las cuentas externas. En los últimos dos años, la economía se ha movido hacia un mayor uso del ahorro externo como fuente de financiamiento de la inversión, situándose el déficit de la cuenta corriente en torno a 4,0% del PIB, proyectándose para el próximo año una situación similar. Este déficit es sustentable en la medida que está respaldado por financiamiento externo de mediano y largo plazo, así como por favorables perspectivas de crecimiento futuro. Sin embargo, al mismo tiempo, revela que la tasa de ahorro interno no se ha incrementado en línea con los mayores requerimientos de inversión doméstica, absorbiendo así un margen de holgura. En efecto, en estas circunstancias se agudiza la prioridad de lograr mayores tasas de ahorro interno, que logren conciliar los requerimientos del proceso de crecimiento con la prudencia en el uso del ahorro externo. Este es un elemento esencial que se requiere preservar para mantener una sólida posición externa que permita enfrentar, sin sobresaltos, las violentas fluctuaciones de términos de intercambio que habitualmente afectan a la economía chilena, así como también las turbulencias propias de los mercados financieros internacionales.

Finalmente, la debilitada situación patrimonial del Banco Central también presenta un riesgo latente, pues en situaciones de crisis ésta puede comprometer la capacidad de maniobra del Banco y afectar la percepción de viabilidad de sus políticas y con ello, la eficacia de las mismas.

Es por ello que el Ministerio de Hacienda y el Banco Central plantearán pronto una propuesta de solución para revertir este problema.

La década de los noventa se presenta como la más próspera del presente siglo. En efecto, al tiempo que la tasa de inflación se afianza en los niveles más bajos de las últimas seis décadas, el ritmo promedio de crecimiento económico alcanza un nivel sin precedentes en el mismo período. Asimismo, la tasa de inversión se acerca a 30% del PIB, lo que entrega continuidad al

proceso de crecimiento económico, y se profundiza la internacionalización de la economía chilena. Este exitoso desempeño ha significado para Chile un amplio reconocimiento internacional, y para los chilenos ha representado mejores niveles de inversión, de empleo y de salarios reales, junto con niveles de pobreza cada vez menores. La continuidad de estos resultados requiere persistir sobre los mismos principios de disciplina fiscal y monetaria, de aportes públicos y privados al esfuerzo nacional de desarrollo, pues éste es el único camino que conduce al progreso permanente del país.

SEGUNDA PARTE

LA ECONOMÍA CHILENA Y LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS VIGENTES

SEGUNDA PARTE

LA ECONOMÍA CHILENA Y LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS VIGENTES

I. POLÍTICA MONETARIA

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

Por más de una década, la política monetaria del Banco Central se ha basado en la influencia que ejerce sobre las tasas de interés reales. Actualmente, la orientación de esta política se define en función del objetivo planteado para la tasa de interés interbancaria, la que incide sobre el resto de la estructura de tasas de interés. En febrero de 1997 el Banco Central bajó las tasas de interés de mercado, relajando las condiciones de liquidez prevalecientes en el sistema financiero. Así, la tasa de interés interbancaria se redujo desde 7,5% en promedio de la segunda mitad de 1996 y enero de 1997 a 7,25% en febrero. Un nuevo relajamiento suave de la política monetaria se produjo en abril de 1997, reduciendo la tasa de interés interbancaria a 7,0%. Posteriormente, el Banco Central volvió a impulsar a la baja la tasa de interés de mercado a un día en junio de este año, ubicándola en 6,75%. En cuanto a la estructura de tasas de la línea de crédito y de depósito de liquidez, no han sido modificadas durante 1997 (Gráfico 4).

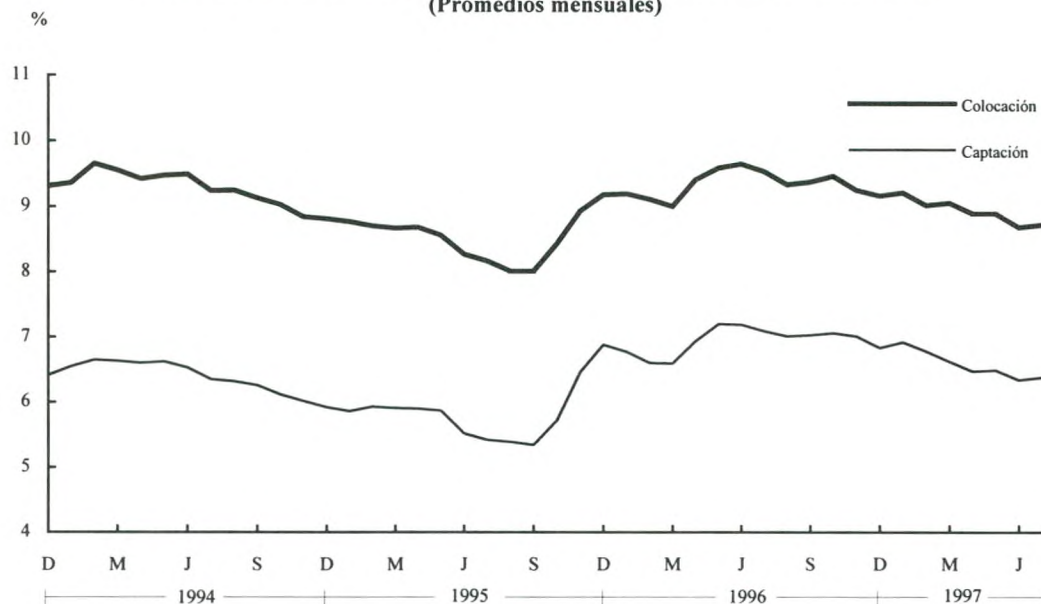
Por su parte, las tasas de interés de los

Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) a 90 días, mostraron una tendencia a la baja en el transcurso de 1997. Teniendo el mercado un rol más participativo en la determinación de estas tasas, su nivel ha respondido tanto a las condiciones de liquidez imperantes, como a las expectativas de la evolución de la liquidez en el futuro cercano. Así, los consecutivos relajamientos de la política monetaria impulsaron las tasas de los PRBC hacia abajo, disminuyendo consistentemente durante los primeros siete meses del presente año, pasando de 7,3% real anual en enero de 1997, a 6,7% en julio. Esta última tasa es similar a la que prevalecía en marzo de 1996 (Cuadro 20).

Con el afán de contribuir a crear un mercado de capitales cada vez más completo y eficiente y acorde con los crecientes avances en materia de reducción de la inflación, el Consejo del Banco Central decidió introducir, a contar del 9 de julio, la emisión de Pagarés Descontables a 90 días (PDBC-90). Estos pagarés no reajustables son licitados conjuntamente con los PRBC a 90 días, los días martes y jueves de cada semana, a través de la misma modalidad de licitación de estos últimos, y los montos son anunciados en el calendario mensual previo a cada período de encaje.

Gráfico 9

TASAS DE INTERÉS DE 90 A 365 DÍAS EN OPERACIONES REAJUSTABLES
(Promedios mensuales)



Asimismo, se eliminó la modalidad de venta por ventanilla de PDBC a 30 días, lo cual implicó terminar con la práctica, por parte del Banco Central, de entregar una "señal de inflación" al mercado. En sustitución, a partir de la misma fecha de introducción de los PDBC-90, el instituto emisor comenzó a vender pagarés nominales a 42 días plazo (PDBC-42), los cuales se colocan mediante licitaciones efectuadas los días miércoles de cada semana. Los montos de estas licitaciones también se anuncian en un calendario mensual previo a cada período de encaje.

Estos nuevos pagarés incrementan el instrumental a disposición del instituto emisor para la ejecución de la política monetaria, a la vez que traspasa un mayor rol al mercado en la determinación de la estructura de tasas de interés.

En relación con las tasas de interés de mercado, las captaciones de 90 a 365 días, reajustables según la variación de la UF, se mantuvieron levemente por debajo de las tasas de los PRBC durante 1997 (Gráfico 5). Así, estas

tasas se redujeron desde 6,9% en enero a 6,4% en julio, respondiendo a las señales de política emitidas por el Banco Central. El promedio de estas tasas para los primeros siete meses del año fue de 6,6%, valor que es inferior al promedio de 6,9% registrado durante igual período de 1996. Las tasas de interés para colocaciones reajustables de 90 a 365 días, por su parte, registraron un comportamiento similar a las de captaciones, disminuyendo desde un nivel de 9,2% en enero a 8,7% en julio, alcanzando un promedio de 8,9% en los primeros siete meses de 1997 (Cuadro 21).

El diferencial entre las tasas de interés para captaciones y colocaciones del sistema financiero durante los primeros siete meses de 1997 fue en promedio 2,4%, el que, junto con el promedio de 1996, representa el menor nivel alcanzado desde 1990. Una mayor eficiencia del sistema financiero ha llevado a la posibilidad de operar con diferenciales de tasas cada vez menores, proceso que ha tendido a estabilizarse durante el último año (Gráfico 9).

Respecto de la licitación de los Pagarés Reajustables con Cupones (PRC) de largo plazo, para 1997 se han mantenido los cupos fijados de UF 300.000 por licitación para los pagarés a ocho y diez años y de UF 200.000 por licitación para los restantes. Estas licitaciones se efectúan los martes y jueves de cada semana, con excepción del primer y último jueves de cada mes.

La curva de rendimiento, en promedio, se ha desplazado en su totalidad hacia abajo respecto del año anterior producto del relajamiento monetario, aunque con un aplanamiento de la pendiente de retornos. Así, las tasas de interés para PRC a ocho y veinte años se redujeron respecto del promedio de 1996 en seis y cuatro puntos base respectivamente, aunque, en el margen, ambas tasas de interés han mostrado una tendencia al alza, alcanzando en julio valores similares a los registrados a comienzos del año pasado (Cuadro 20). La caída experimentada en la curva de rendimiento de las tasas de los PRBC a 90 días fue mayor, reduciéndose en más de treinta puntos base, pasando desde un promedio de 7,3% en 1996, a 6,9% en lo que va de 1997.

1.2 La evolución de los agregados monetarios y del crédito

La evolución de los agregados monetarios refleja principalmente la trayectoria de la demanda de saldos monetarios del sector privado. Ella, en lo fundamental, depende del crecimiento de la economía, del costo alternativo de mantener dinero, y de la trayectoria de los precios.

La evolución de los medios de pago en julio de 1997 mostró una variación nominal en doce meses de 19,6% para el M1A, y de 16,0% para el circulante, tasas que en términos reales representan incrementos de 13,3% y 9,9% anuales, respectivamente (Cuadro 19 y Gráfico 6). Esta expansión se explicó por el crecimiento que ha experimentado el nivel de actividad económica, parcialmente aumentado por el menor costo de mantener dinero que se origina en la disminución de las tasas de interés real y

nominal. En efecto, la tasa de interés nominal mensual ha caído como promedio entre enero y julio de 1997 en veintiún puntos base respecto de igual período de 1996. Por su parte, la mayor expansión del M1A, respecto del circulante, responde a la mayor sensibilidad del primero a variaciones en la expansión de la actividad económica.

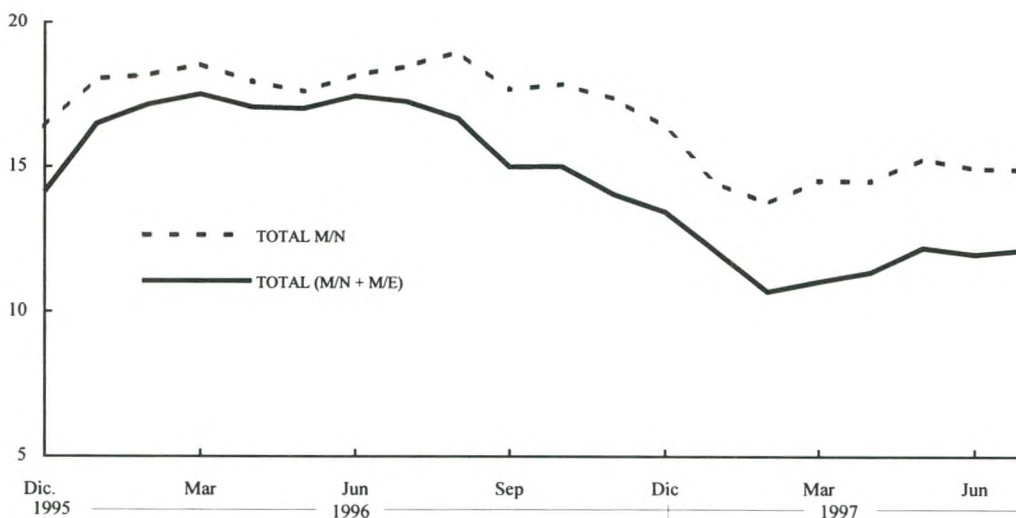
La variación de la emisión de enero a julio de 1997, en comparación con el promedio del mismo período del año anterior, alcanzó a 14,6% para sus valores promedios. No obstante este incremento, entre diciembre de 1996 y julio de 1997 la emisión acumuló una contracción del orden de \$ 11 mil millones. Esta leve contracción de la emisión, se explicó en lo fundamental por operaciones de cambio expansivas –compra de divisas por parte del Banco Central– por \$ 600 mil millones, las que fueron neutralizadas en su totalidad por una contracción en el crédito interno equivalente a \$ 620 mil millones (Cuadro 22).

El crédito otorgado por el sistema financiero registró una importante desaceleración en su ritmo de incremento respecto del año pasado. En efecto, la variación real en doce meses de las colocaciones totales se redujo desde un promedio de 16,2% en 1996 a 11,6% en lo que va corrido del año. El acervo de colocaciones a julio alcanzó aproximadamente al equivalente de 52% del PIB anual, porcentaje levemente superior al obtenido en diciembre de 1996. Dado el crecimiento que se proyecta para el stock de colocaciones durante el resto del año, se espera que la relación colocaciones a PIB, a diciembre de 1997, sea levemente superior a la obtenida en 1996, alcanzando el 53% (Cuadro 23 y Gráfico 10).

La variación real en doce meses de las colocaciones en moneda nacional se mantuvo estable a lo largo de 1997, con un promedio de 14,6%. No obstante, estas tasas de expansión son considerablemente menores que las registradas en 1996. Las colocaciones hipotecarias, por su parte, mostraron elevadas tasas de expansión real, aunque menores a las de 1996. Con todo, se sigue

Gráfico 10

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



registrando un importante cambio en la composición de las colocaciones a favor de aquellas destinadas a plazos más largos.

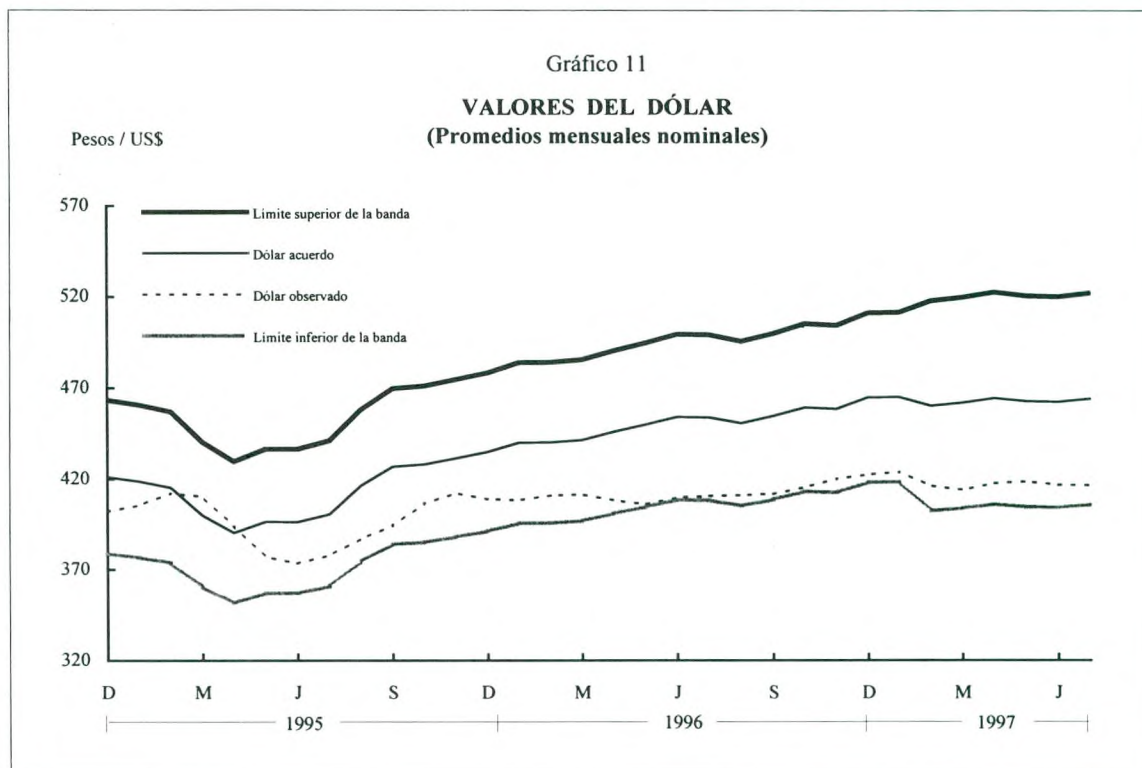
Del total de colocaciones en moneda nacional, aquellas destinadas al consumo son, al igual que en años anteriores, las que han mostrado el crecimiento más elevado durante el presente año. En términos reales, estas colocaciones han crecido a una tasa promedio algo por sobre 30% anual en lo que va corrido de 1997, pasando de una tasa de expansión real en doce meses de 33,9% en enero a 28,2% en julio.

Por su parte, las colocaciones en moneda extranjera, a diferencia del año pasado, han registrado en 1997 una variación real en doce meses negativa. El promedio de la contracción anual de estas colocaciones fue de 9,0% para lo que va corrido del presente año, mostrando una tendencia al alza a partir de abril, pasando de tasas de variación negativas de 3,5% en enero, a 12,1% en marzo, y a 8,3% en julio.

II. LA POLÍTICA Y LA INSTITUCIONALIDAD CAMBIARIA

II.1 Política cambiaria

Durante los últimos años, el objetivo de la política cambiaria ha sido limitar la variabilidad de la paridad de nuestra moneda con el dólar, con el fin de conseguir que el tipo de cambio real alcance una trayectoria afín con el equilibrio externo de la economía en el mediano y largo plazo. Para alcanzar este objetivo, el Banco Central ha procurado que el uso del ahorro externo o, lo que es equivalente, que el déficit en la cuenta corriente, alcance niveles que permitan complementar el financiamiento interno de la inversión, pero que, al mismo tiempo, sean coherentes con un nivel y estructura de endeudamiento sostenibles en el mediano plazo. Si bien la economía puede desviarse coyunturalmente de este rango, lo importante es que, en promedio, el ahorro externo se sitúe alrededor de esas cifras.



Dentro de este esquema, la trayectoria del tipo de cambio real durante los últimos años ha sido determinada por las modificaciones estructurales que ha experimentado la economía chilena en este período. Dentro de éstas, destacan el proceso de crecimiento alto y sostenido que se ha registrado a lo largo de la última década y, en particular, en el sector exportador, así como también la profundización del proceso de integración financiera con el resto del mundo, y su favorable impacto en el volumen y composición del financiamiento externo disponible. Las nuevas condiciones de largo plazo han llevado al Banco Central a validar una apreciación gradual y moderada del tipo de cambio real.

El tipo de cambio observado ha continuado fluctuando en el tramo inferior de la banda cambiaria entre el segundo semestre de 1996 y el primer semestre de este año, manteniendo una distancia promedio desde el piso de 2,8% entre enero y julio de este año, con un máximo de 3,0%

alcanzado durante mayo y un mínimo que se verificó en enero, previo al ajuste de la regla cambiaria (Cuadro 18B y Gráfico 11). Por su impacto en la mecánica de la regla cambiaria, el comportamiento del dólar acuerdo y el piso de intervención nominal estuvieron marcados por la recuperación del dólar en los mercados internacionales, proceso que comenzó en abril de 1995 y que se acentuó a partir de octubre de 1996. En efecto, el tipo de cambio observado inició en octubre un proceso de ascenso impulsado por el comportamiento del dólar acuerdo, a raíz del alza de la moneda norteamericana en los mercados internacionales.

Esta situación se acentuó a mediados de enero de 1997, lo que llevó a que el día 20 de dicho mes el Banco Central introdujera ajustes en la regla cambiaria en el convencimiento de que los niveles alcanzados no reflejaban la verdadera situación de escasez del dólar y constituían una fuente de presiones inflacionarias. En particular, se modificó la composición de la canasta

referencial de monedas, aumentando la participación relativa del dólar estadounidense a 80% y disminuyendo la del marco alemán a 15% y la del yen japonés a 5%. La anterior modificación se adoptó teniendo presente la incidencia observada de las tres monedas en la formación de los precios relevantes del comercio exterior de la economía chilena. La canasta anteriormente vigente exponía a la paridad peso-dólar a significativos choques inflacionarios desde el exterior cuando se producía una tendencia sistemática de valorización del dólar en relación con las otras monedas. Del mismo modo, se amplió la banda de flotación del tipo de cambio acuerdo con un margen de $\pm 12,5\%$. Adicionalmente, se reescaló el valor de la paridad central según las nuevas ponderaciones reduciéndolo en 4%.

Luego de estas modificaciones, el diferencial entre el tipo de cambio observado y el piso de la banda se ha situado durante los primeros siete meses de 1997 en torno al 3%, mostrando la paridad peso-dólar un valor promedio del orden de \$ 418 por dólar, cifra que tuvo una leve caída durante julio. Este valor representó un incremento del tipo de cambio nominal de 2% respecto de igual período de 1996, lo que se tradujo en una caída real del orden de 6% durante los primeros meses del presente año (Gráfico 8).

II.2 Institucionalidad cambiaria

El Banco Central ha privilegiado una política de avance gradual en la integración con el exterior. Esto porque, si bien es sabido que los beneficios de la integración a los mercados internacionales son importantes, también existe clara conciencia de los riesgos asociados con una apertura acelerada. La absorción de grandes entradas de capitales hacia el país, al menos en términos relativos al tamaño del mercado doméstico de capitales, implica el riesgo de fuertes aumentos en el precio de los activos domésticos, incluyendo acciones, propiedades, tierras y valores, que suelen llevar a una espiral de endeudamiento y de excesivo crecimiento del

gasto interno, dejando al país en una situación vulnerable ante cualquier revés en los mercados de capitales internacionales o en los términos de intercambio. La elección de esta apertura gradual de la cuenta de capitales también toma en consideración los costos del riesgo sistémico, asociados a ciertas actividades tales como la de los bancos e inversionistas institucionales, tema que se relaciona directamente con la estabilidad del sistema de pagos. Por último, la pérdida de grados de libertad con que cuenta la autoridad monetaria en el manejo de su política, constituye otra forma de costo asociado a una mayor integración financiera que debe ser tomado en cuenta en el diseño de una estrategia de apertura.

Los principios anteriores han significado que durante el segundo semestre de 1996 y el primero del presente año, se continúe con la profundización de las reformas tendientes a unificar el mercado cambiario. Prueba de ello es que la creciente liberalización para operar en este mercado ha redundado en que el margen entre el tipo de cambio formal y el informal haya desaparecido en la actualidad. Del mismo modo, en materia de regulación a los flujos de capitales, los avances se han concentrado en el perfeccionamiento de la normativa de encaje con el fin de unificar el tratamiento de las distintas fuentes de entrada de recursos externos y de superar inconvenientes administrativos surgidos de la aplicación de la normativa.

En materia de integración a los mercados de capitales internacionales, la política del Banco Central ha privilegiado una integración gradual y selectiva, que ha permitido reducir la exposición a la volatilidad de los flujos financieros de corto plazo, dar más autonomía a la política monetaria, y evitar la sobreexpansión del gasto. El objetivo final del conjunto de restricciones que afectan a la cuenta de capitales ha sido regular y modificar la composición del flujo global de financiamiento externo, encareciendo en términos relativos los flujos financieros de corto plazo en favor del financiamiento externo de largo plazo.

Las principales modificaciones a la normativa cambiaria y de regulación de los flujos de capitales durante el primer semestre de 1997 se detallan al final de este informe en el Anexo 2.

III. ACTIVIDAD ECONÓMICA, GASTO GLOBAL Y EMPLEO

La tasa de crecimiento del PIB durante el primer semestre de 1997 fue de 4,9% respecto del mismo período del año anterior (Gráfico 2). Este valor estuvo compuesto por una tasa de crecimiento de 3,5% durante el primer trimestre y de 6,3% en el segundo (Cuadro 5). El gasto interno, por su parte, se expandió en 5% durante el primer semestre, presentando una tendencia decreciente respecto a lo observado en el segundo semestre de 1996, resultado que reflejó una trayectoria del producto consistente con el objetivo buscado por la autoridad económica a través de las medidas de ajuste aplicadas (Cuadro 7).

En cuanto al ingreso nacional bruto disponible real, se observó en este período una tasa de variación de 4,3%, inferior a la del PIB, a la cual contribuyó la desfavorable relación de términos de intercambio observada en el semestre, fundamentalmente en la primera mitad del período.

Desde el punto de vista de los sectores de origen del PIB (Cuadro 6), durante el primer semestre se observó que el crecimiento de la economía se concentró en los sectores productores de bienes no transables, los que presentaron una tasa de variación de 5%, mientras que los sectores productores de bienes transables crecieron en 3,5%. Dentro del grupo de los no transables, los mayores incrementos se observaron en las actividades de transporte y comunicaciones y en la construcción, mientras que en los sectores transables destacó el comportamiento del sector minero.

De este modo, durante el primer semestre

de 1997, las actividades que presentaron crecimientos significativos fueron minería (14,1%), y transporte y comunicaciones (10%). Por otra parte, los sectores construcción, comercio, y servicios financieros experimentaron una expansión similar al promedio de la economía, en tanto que los sectores de la industria manufacturera, otros servicios (personales, propiedad de vivienda, y administración pública) y pesca resultaron menos dinámicos. Finalmente, el sector electricidad, gas y agua, así como el sector silvoagropecuario y pesca, presentaron caídas durante la primera mitad de 1997.

El sector silvoagropecuario mostró en el semestre una variación de -4,4%. El comportamiento fue negativo en todo el período, y se explicó fundamentalmente por la sequía que afectó a la zona central del país, lo que repercutió, especialmente, en el subsector agrícola (particularmente los cultivos anuales) y en la fruta. En cambio, las producciones pecuaria y silvícola experimentaron incrementos durante el período.

La actividad pesquera presentó una caída de 0,4% respecto de igual semestre del año anterior, disminución manifestada fundamentalmente en el segundo trimestre. En dicho comportamiento, la pesca industrial tuvo especial incidencia, ya que presentó una fuerte disminución, especialmente en la extracción del jurel, debido a las continuas vedas a causa de la desaparición de ejemplares adultos.

La minería mostró en el primer semestre de 1997 un crecimiento de 14,1%, constituyéndose en el sector con el mayor dinamismo tanto a nivel trimestral como semestral. Este desarrollo fue liderado principalmente por el elevado crecimiento del cobre, en particular de la mediana minería, como resultado de la entrada en funcionamiento de nuevas empresas del rubro. Por otra parte, la mayor producción de la minería del cobre se concentró en la generación de productos con mayor valor agregado. El subsector del carbón se vio impulsado al alza a consecuencia

de la fuerte demanda experimentada por las empresas termoeléctricas, que operaron durante gran parte del semestre a plena capacidad como resultado de la sequía que afectó al país.

Por su parte, el sector industrial registró un crecimiento de 2,8%, manifestando una baja en la primera mitad del período. Las ramas industriales orientadas a la demanda intermedia presentaron un crecimiento de 7,8%, siendo las más dinámicas del sector en su conjunto. Al interior de este subsector, los materiales para la construcción se expandieron en 10,1%, destacándose: la producción de vidrios, debido a la puesta en marcha de nuevas instalaciones con tecnología de punta en la elaboración de productos del rubro; la producción de plásticos, como resultado de la demanda de tubos y cañerías para la construcción de gasoductos, y la producción de las imprentas.

Las ramas orientadas al consumo experimentaron una leve disminución centrada en el primer trimestre y especialmente asociada a productos que sustituyen importaciones. En efecto, la producción de estos bienes mostró una caída de su oferta de más de 7%, explicado por una caída global en las ramas que componen esta agrupación, aunque en mayor medida en la de fabricación de prendas de vestir. Las ramas orientadas a la exportación también presentaron una reducción en el primer trimestre como resultado del bajo desempeño en la elaboración de productos del mar, en especial la harina de pescado, y en la producción de celulosa y papel.

El sector electricidad, gas y agua experimentó durante el semestre un descenso de 3,1%, como consecuencia de la baja en la generación de energía hidroeléctrica, la cual no alcanzó a ser compensada por la mayor generación termoeléctrica. Los aspectos climáticos asociados con la sequía que afectaron a las represas, impactaron al sector en el primer trimestre, sin embargo hacia fines del segundo se observó una notoria recuperación. Asimismo, los subsectores de gas y agua presentaron caídas durante el primer semestre.

La construcción tuvo durante el primer semestre de 1997 un crecimiento de 5,9%, en donde la edificación habitacional y las obras de infraestructura concentraron el liderazgo. Así, la edificación habitacional presentó una evolución creciente en el período, mientras que las obras de infraestructura experimentaron un comportamiento estable.

En el sector comercio, restaurantes y hoteles, se observó durante el primer semestre del año un crecimiento de 4,9%, el que se fundamentó en gran parte por el significativo flujo de bienes importados, que mantuvo el dinamismo presentado durante 1996 y, en menor medida, por las ventas internas de bienes de origen nacional.

Finalmente, el sector transporte y comunicaciones creció en 10% durante el período, liderado por la expansión de los servicios prestados por los subsectores comunicaciones y transporte aéreo.

En lo que respecta a la demanda interna, ésta presentó una expansión de 5%, pero con un perfil muy disímil al interior del semestre como consecuencia de fluctuaciones en la acumulación de existencias. Así, mientras en el primer trimestre registró un aumento de sólo 0,2%, en el segundo mostró un crecimiento de 9,9%.

Al igual que durante 1996, el componente de la formación bruta de capital fijo experimentó un notorio crecimiento que alcanzó un 9% en el semestre (Cuadro 7). Destacó en ella la inversión en maquinarias y equipos, especialmente los bienes de capital de origen importado. Por su parte, la inversión en construcción presentó una tasa de expansión elevada, la que se concentró principalmente en los componentes de edificación habitacional y de obras de infraestructura. El resto de la demanda interna registró un dinamismo más moderado, como resultado del menor ritmo de crecimiento del consumo en general.

En cuanto al gasto de consumo privado, se observó un crecimiento del orden de 5%, cifra

cercana a la registrada por el PIB. El gasto de consumo del gobierno, por su parte, se elevó en 2,8%, durante el primer semestre.

Las importaciones de bienes y servicios aumentaron en 9,1% durante el semestre, manteniendo el ritmo de crecimiento manifestado en el segundo semestre de 1996. Las importaciones de bienes de capital presentaron el mayor crecimiento del semestre, en tanto que las importaciones de bienes intermedios experimentaron un fuerte dinamismo, alcanzando ambos componentes un aumento promedio cercano a 11% durante el período. Por su parte, las importaciones de bienes de consumo observaron un menor incremento porcentual, no obstante, manifestaron una evolución creciente a lo largo del semestre, experimentando una leve reducción en la primera parte del período y un crecimiento superior al 10% en la segunda mitad del mismo.

Las exportaciones de bienes y servicios presentaron el mayor aumento al interior del gasto, al expandirse en 9,3% en el semestre. Su dinamismo se centralizó fundamentalmente en el primer trimestre. Se debe mencionar que durante gran parte del período se produjo una importante baja en los precios internacionales de los principales productos de exportación, especialmente del cobre, de la harina de pescado y de la celulosa. Sin embargo, contrarrestando la situación anterior, destacó el significativo aumento de los volúmenes exportados de cobre, que alcanzaron a 25,8%, en tanto que la agrupación de los productos distintos del cobre se incrementó en 3%.

El comportamiento de los precios, tanto de las exportaciones como de las importaciones, provocó un deterioro en la relación de términos de intercambio con el exterior, principalmente en el primer trimestre, lo que se vio reflejado en un crecimiento de 4,3% en el ingreso nacional bruto disponible real, inferior en 0,6 puntos porcentuales al del producto. Se debe destacar, no obstante, que hacia fines del período se

comenzó a manifestar una reversión de los términos de intercambio, tanto por una menor reducción de los precios de las exportaciones como por una mayor caída de los precios de las importaciones.

En materia de empleo, de acuerdo con los antecedentes proporcionados por el INE, durante los siete primeros meses de 1997 la ocupación a nivel nacional alcanzó un incremento promedio de 1,6% respecto de igual período del año anterior. La fuerza de trabajo en tanto, experimentó un crecimiento de 1,0% en igual período. Con esto, entre enero y julio de 1997 se crearon en promedio poco más de 83.000 nuevos puestos de trabajo respecto de igual período de 1996, ante una ampliación de la fuerza de trabajo cercana a 54.000 personas en igual lapso de tiempo.

El aumento señalado en el número de empleos superior al incremento de la fuerza de trabajo, se tradujo en una disminución de la tasa nacional de desocupación. En efecto, entre enero y julio de este año esta tasa alcanzó un promedio de 6,0%, cifra que se compara favorablemente con el 6,7% alcanzado en igual período de 1996 (Cuadro 8).

IV. INFLACIÓN Y REMUNERACIONES

IV.1 Indicadores de inflación por sectores y subyacente

La trayectoria que ha mostrado la tasa de inflación desde marzo a la fecha permite anticipar el cumplimiento de la meta de inflación propuesta por el Banco Central para 1997 ($\pm 5,5\%$), lo que se enmarca dentro de la estrategia de mediano plazo que se ha planteado el instituto emisor para lograr la convergencia de esta variable a los niveles observados en la mayoría de las economías desarrolladas. Es así como al mes de agosto, el IPC registra una tasa de variación en doce meses de 5,6%, lo que se compara de modo positivo con el valor alcanzado en diciembre del año pasado de 6,6%, y aún más con el 7,2% anotado en febrero recién pasado (Cuadro 3 y Gráfico 1).

La evolución de la tasa de inflación se ha caracterizado por el marcado descenso que ha registrado a través del segundo trimestre de 1997, luego que en los dos primeros meses de este año anotara un leve incremento. Efectivamente, tras alcanzar en octubre de 1996 la tasa de inflación anual más baja de dicho año, 6,2%, la trayectoria de esta variable cambió de dirección registrando incrementos que la llevaron a finalizar el año con un valor de 6,6%. En los primeros dos meses de 1997, la tasa de inflación anual continuó aumentando para situarse en 7,2% durante febrero último. Este incremento fue propiciado por el comportamiento de los precios de algunos perecibles que registraron incrementos superiores a los normales, pero cuya situación se fue regularizando en el curso de los meses siguientes. En el segundo trimestre en tanto, se observó un marcado descenso en la inflación anual. Así, mientras en marzo ésta alcanzaba un valor de 6,8%, en agosto llegó a 5,6%. Esta trayectoria ha sido propiciada por el favorable comportamiento de los precios del rubro alimentos y vestuario, así como por la ausencia de los shocks que afectaron, durante los mismos meses de 1996, a los precios de los productos relacionados con el trigo.

La reducción de la inflación anual se ha visto, en parte importante, sustentada por el comportamiento de los precios de los bienes no transables los que, producto del favorable comportamiento de los alimentos y la ya mencionada eliminación de ciertos shocks, han mostrado una trayectoria favorable. Asimismo, la evolución de la inflación medida ha sido validada por el desempeño de la inflación subyacente o de tendencia. En efecto, estas medidas de inflación subyacente, que pretenden reflejar la tendencia de la inflación depurada de elementos irregulares, mostraron una trayectoria altamente favorable desde septiembre del año anterior, anotando constantes descensos aun cuando la inflación medida registró un retroceso en los primeros meses de este año. Uno de estos indicadores lo constituye el IPC ajustado por la estacionalidad de once productos agrícolas que construye el INE. Dicho indicador alcanzó en agosto de 1996 una

tasa de variación en doce meses de 8,8%, la que en agosto último se ubicó en 4,9%.

En cuanto a los distintos rubros que componen el IPC, el registro más favorable en agosto de este año se observó en el rubro vestuario con una caída anual de 3,7%. Por su parte, los rubros transportes, comunicaciones y vivienda observaron variaciones anuales en sus precios de 5%, en tanto que el rubro alimentación anotó un incremento anual de 6,1%. En el otro extremo se ubicó el rubro otros –que incluye los servicios de educación, salud, recreación y otros misceláneos– que registró el más alto incremento anual en sus precios, siendo éste de 8,1%.

Por otra parte, el índice de precios al por mayor (IPM) mostró en agosto una variación anual de 0,8%, lo que representa la continuación de un proceso descendente desde mediados de 1996. En cuanto a las categorías que componen este índice, en agosto el IPM de productos nacionales anotó una variación anual de 1,8%, en tanto que el IPM de productos importados alcanzó un descenso de 2,5% (Cuadro 3).

En lo que respecta a la descomposición de la inflación entre bienes transables y no transables que calcula el INE, la primera de estas categorías alcanzó en agosto una variación anual de 5,8%, en tanto que los bienes no transables registraron un incremento de 5,4% en similar período.

Los positivos resultados obtenidos en materia de reducción de la inflación, sumados a la perseverancia en la aplicación de políticas económicas coherentes con los objetivos de estabilidad de precios y a la atenta vigilancia de las autoridades monetarias para prevenir potenciales desequilibrios, avalan la confianza del Banco Central en el cumplimiento de las metas propuestas.

IV.2 Remuneraciones y productividad

Resulta relevante destacar el descenso que ha registrado el ritmo de incremento de las

remuneraciones nominales, en especial en lo que va de 1997, lo que ha ubicado las tasas de variación anual de esta variable en cifras de un dígito. En efecto, a partir de comienzos de 1996 el incremento anual de las remuneraciones nominales, medido a través del Índice de Remuneraciones por Hora, mostró un importante descenso, pasando de valores superiores al 13% en enero de dicho año a cifras en torno al 12% para mediados del mismo. Este comportamiento prosiguió en el resto de 1996 situando la tasa de variación anual de este índice en 9,5% durante diciembre. Durante los tres primeros meses de 1997 el descenso en el crecimiento de esta variable sufrió un estancamiento, retomando a partir de abril su curso, lo que llevó a que el incremento anual se situara sólo en 8,3% en julio pasado.

Otro indicador de la evolución de las remuneraciones nominales lo constituye el Índice de Costo de la Mano de Obra, el cual mostró similar comportamiento. En efecto, luego que en enero de 1996 este indicador alcanzara una variación en doce meses de 12,4%, ésta descendió hasta 9,3% en diciembre del mismo año, para ubicarse en 8,6% durante julio pasado.

En términos reales, a partir del tercer trimestre de 1996 el incremento del Índice de Remuneraciones por Hora mostró un positivo comportamiento. En efecto, en agosto del año anterior, este indicador alcanzó su valor máximo con un incremento real en doce meses de 5,6% —superior al crecimiento de la productividad— valor que posteriormente descendió en forma importante, para ubicarse en torno al crecimiento de tendencia de la productividad durante los primeros siete meses de 1997 (Cuadros 4A y 4B).

Es importante resaltar que la reducción de la inflación se ve facilitada por una continua y persistente desaceleración en el ritmo de crecimiento de las remuneraciones nominales, lo que en el último tiempo, ha contribuido favorablemente a los logros obtenidos en materia de inflación. Al mismo tiempo, resulta altamente

deseable que los incrementos reales de las remuneraciones tiendan a converger con el crecimiento de tendencia de la productividad, de modo de aislar las posibles presiones inflacionarias que ocasionaría una evolución desalineada de estas dos variables. En el futuro, para la continuación del favorable proceso que estas variables actualmente muestran, es necesario que los reajustes de remuneraciones se efectúen teniendo en consideración explícita a la inflación futura en lugar de la inflación pasada. Con esto, se permitirá que el incremento de los costos laborales nominales por unidad de producto sea inferior a la pasada. Esto último es perfectamente compatible con un incremento de los salarios reales medios y constituye la forma más sólida de asegurar que los salarios no se deterioren a futuro como consecuencia de la inflación.

Un antecedente adicional, en cuanto a la futura evolución de las remuneraciones, lo constituyen los reajustes iniciales pactados en los contratos de negociación colectiva realizados durante 1997. Los reajustes convenidos en tales contratos, por sobre la inflación pasada, muestran una evolución moderada con cifras similares a las alcanzadas en igual período del año anterior, lo que se estima coherente con la evolución de la productividad y la obtención de las metas de inflación. En efecto, el reajuste laboral pactado durante los primeros seis meses de este año llegó en promedio a 1,8%, el que resulta levemente superior al obtenido en el primer semestre de 1996 (Cuadro 9).

V. SECTOR EXTERNO

V.1 La cuenta corriente

Según cifras provisionales, durante el primer semestre de 1997 la cuenta corriente de la balanza de pagos presentó un déficit de US\$ 267 millones, lo que significó un deterioro de US\$ 48 millones si se la compara con el saldo negativo de US\$ 219 millones de igual período de 1996. La balanza comercial, pasó de un superávit de

US\$ 611 millones a uno de US\$ 793 millones en ese lapso. El resultado del primer semestre de 1997 se logró con un nivel de exportaciones de US\$ 9.007 millones y uno de importaciones de US\$ 8.214 millones. Mientras las primeras crecieron 8,1%, las segundas lo hicieron a una tasa de 6,3% en relación con igual período del año anterior (Cuadro 10).

El crecimiento en el valor de las exportaciones de bienes respecto de igual semestre del año anterior fue el resultado de un incremento de 11,3% en volumen y una caída de 2,9% en los precios FOB. El incremento en el valor de las exportaciones es atribuible en gran medida al cobre, cuyas ventas al exterior aumentaron 18% en el período, equivalente a US\$ 567 millones (Cuadro 11). Ello fue consecuencia de un aumento de 25,9% en los volúmenes exportados, los que fueron parcialmente compensados por una baja de 6,3% en el precio FOB del metal. Pese a la recuperación del precio del primer semestre de 1997 con respecto al semestre precedente, los relativamente altos valores de la primera mitad del año 1996 explican la caída de precios medida en doce meses. El aumento de volumen, por su parte, se debió esencialmente al incremento en la producción de La Escondida y al impacto de la entrada en producción de las minas El Abra y Andacollo ocurridas en el segundo semestre de 1996.

Las exportaciones de productos principales distintos de cobre, por su parte, decrecieron en 1,1% en términos de valor, con un crecimiento de 1% en el cuántum y una reducción de 2,1% en precios, como consecuencia de comportamientos muy disímiles de los distintos productos que conforman el grupo (Cuadro 12). Destacan los aumentos de volúmenes exportados de metanol, con un crecimiento de 63,7%, que se debió a la incorporación a la producción de la segunda planta de Methanex, y los mayores volúmenes de carbonato de litio (54,5%), consecuencia de la iniciación de la producción de Minsal de Soquimich, además de crecimientos en los volúmenes de productos como oro, yodo y madera

cepillada, entre otros. Estos productos compensaron las bajas en las cantidades exportadas de otros productos importantes como harina de pescado (15,1%), fruta fresca (10,8%) y óxido y ferromolibdeno (9,3%). En cuanto al comportamiento de los precios de los productos tradicionales distintos de cobre, cabe señalar las bajas en los precios del oro metálico y doré (23,4%), del carbonato de litio (31,6%), de la madera trozada (11,1%), de la celulosa cruda (4,9%), y de la celulosa blanqueada (10,6%), así como los mayores precios del metanol (35,2%).

Las exportaciones de productos no tradicionales, por su parte, mostraron un crecimiento de 5,3% (equivalente a US\$ 134 millones) en el semestre (Cuadro 13), como consecuencia de incrementos de volumen de 4% y de precios de 1,2%. Contribuyeron favorablemente a estos resultados los mejores precios y cuántum del sector bebidas, (15,9% y 23,1%, respectivamente), del sector de productos alimenticios derivados del mar –esencialmente por mayores precios y volúmenes de productos como: salmón, truchas, mero y bacalao– así como por el comportamiento positivo del sector químico y del sector de productos metálicos y eléctricos. Entre los productos cuyas exportaciones disminuyeron en el período, cabe mencionar en primer lugar los jugos en polvo (reducción de US\$ 83 millones, como consecuencia de la instalación en el exterior de una planta productora), seguidos de algunos productos alimenticios derivados del agro como: jugos de fruta, fruta congelada sin azúcar, purés y jugos de tomate, atribuible, en el caso de estos últimos, esencialmente a los menores volúmenes embarcados.

Las importaciones FOB alcanzaron un valor de US\$ 8.214 millones en el semestre, lo que representa un incremento de 6,3% en relación con igual período de 1996, y una caída de 6,4% respecto del semestre precedente (Gráfico 3). El incremento del valor en doce meses alcanzó a 5,9% en términos CIF, y se explica fundamentalmente por un incremento de cuántum de 9,8%, puesto que los precios disminuyeron en

un 3,5%. En cuanto a las categorías de bienes, el crecimiento de valor (CIF) fue 8,6% para los bienes de capital y de 5,9% para los bienes intermedios, en tanto que el de los bienes de consumo alcanzó a 2,1%. En las importaciones de bienes intermedios cabe distinguir entre las de combustibles y lubricantes que aumentaron 20,9%, y las de productos intermedios no combustibles que crecieron sólo en 2,5%. Influyó en este resultado el comportamiento del petróleo, cuyo precio y cuántum crecieron en 7,9% y 11,2%, respectivamente.

El resultado superavitario de la balanza comercial del primer semestre de 1997 fue más que compensado por el resultado neto de servicios y transferencias, que mostró un déficit de US\$ 1.060 millones, con US\$ 230 millones de mayores egresos netos con respecto a igual período de 1996. El resultado más desfavorable se debió fundamentalmente al crecimiento de las remesas de utilidades de la inversión extranjera directa por US\$ 379 millones, los que fueron parcialmente compensados con mayores ingresos por concepto de impuestos a esas remesas, los que se registran en la partida de transferencias unilaterales (Cuadro 10).

Los egresos netos de intereses, por su parte, fueron similares a los de igual período del año anterior. Este resultado se produjo por una disminución de los intereses pagados, por la deuda de corto, mediano y largo plazo y por una disminución equivalente de los intereses recibidos por las reservas internacionales. En efecto, los intereses pagados por concepto de la deuda externa de mediano y largo plazo disminuyeron en US\$ 9 millones respecto de 1996, fundamentalmente como resultado de la disminución de US\$ 94 millones en aquellos correspondientes a deuda de mediano y largo plazo del sector público, los que fueron parcialmente compensados por el incremento de US\$ 85 millones correspondientes al sector privado. La caída en el nivel de endeudamiento externo, por efecto de los prepagos efectuados durante 1995 y 1996, explica el menor pago de

intereses del sector público. Los intereses correspondientes a la deuda de corto plazo disminuyeron particularmente en el segundo trimestre como consecuencia de la fuerte caída de las líneas de financiamiento principalmente del sector bancario. Los intereses recibidos decrecieron en el primer semestre del año respecto de igual período del año anterior en US\$ 32 millones, principalmente como resultado de menores intereses ganados sobre las reservas internacionales (Cuadro 14).

Los servicios no financieros presentaron un saldo negativo de US\$ 91 millones, lo que refleja una reducción en dicho déficit de US\$ 24 millones respecto de igual período del año anterior, registrándose incrementos de 5,0% en el nivel de los ingresos y de 3,4% en el de los egresos. Los ítem que presentaron mayores egresos netos fueron aquellos relacionados con el comercio de bienes, los que fueron compensados por mayores ingresos netos registrados por concepto de viajes y otros servicios (Cuadro 15).

V.2 La cuenta de capital

Durante el primer semestre de 1997, la cuenta de capital salvo reservas registró un saldo positivo de US\$ 2.728 millones, inferior en US\$ 1.893 millones al saldo del semestre precedente y superior en US\$ 2.333 millones al de igual período del año anterior. El fuerte incremento respecto de igual período del año anterior se debió a los significativos montos de deuda pública externa prepagados durante el primer semestre de 1996. El flujo de capitales del primer semestre de 1997 no sólo financió holgadamente el déficit de la cuenta corriente, sino que también significó alcanzar un saldo de balanza de pagos positivo de US\$ 2.695 millones (Cuadro 10).

El influjo de capitales de US\$ 2.728 millones observado durante el primer semestre de este año fue producto de un ingreso neto de inversión extranjera por US\$ 2.638 millones, un ingreso neto de otros capitales de mediano y largo plazo por US\$ 1.726 millones, y un egreso de capitales de corto plazo por US\$ 1.636 millones.

De los recursos netos ingresados, el 113% (US\$ 3.094 millones) correspondió a financiamiento de mediano y largo plazo, considerando como tales la inversión extranjera directa y la de cartera, con excepción de los ADRs y los fondos de inversión, en tanto que el financiamiento de corto plazo (incluyendo fondos de inversión y ADRs), fue negativo y representó 13% del total. Dentro de los capitales de mediano y largo plazo así definidos, destaca el flujo positivo recibido por el sector privado, particularmente por el sector empresas, con US\$ 2.742 millones. De ellos, 61% correspondió a inversión extranjera neta, incluyendo créditos asociados, en tanto que el 39% restante correspondió a otros créditos externos, destinados principalmente al financiamiento de inversiones en los sectores eléctrico, telecomunicaciones, minería y de servicios. El sector bancario privado recibió flujos netos positivos por US\$ 153 millones, tanto de créditos externos (US\$ 91 millones), como de inversión de cartera por concepto de emisión de bonos por US\$ 100 millones. El sector público también registró flujos positivos, los que alcanzaron a US\$ 199 millones.

El total de inversión extranjera neta ingresada al país, incluyendo tanto inversión directa como la totalidad de la de cartera, alcanzó un total de US\$ 2.638 millones en el primer semestre de 1997, cifra superior en US\$ 500 millones a la del semestre precedente. Ello fue resultado del fuerte ingreso de inversión de cartera por US\$ 1.538 millones, con lo que se revirtió el comportamiento del semestre precedente, particularmente el del cuarto trimestre de 1996, en el que presentó niveles negativos. Los ingresos netos por inversión directa, en tanto, decrecieron en 43% respecto del segundo semestre de 1996, y superaron en 1,1% a los valores registrados en el primer semestre de ese año. Estos cambios se debieron principalmente al comportamiento de la inversión directa proveniente del exterior.

Cabe destacar que, durante 1996, se produjo un fuerte ingreso de inversión directa del exterior por la vía de aportes directos,

particularmente al sector financiero. Estos flujos, que se moderaron en el primer trimestre de 1997, volvieron a incrementarse en el segundo, alcanzando valores que casi duplicaron a los del primero. Los créditos asociados a la inversión extranjera, por el contrario, presentaron un flujo neto positivo de US\$ 436 millones en el primer trimestre, contrarrestando los niveles más bajos de la inversión directa, en tanto que, en el segundo trimestre, presentaron flujos netos negativos por US\$ 8 millones.

La inversión de cartera, por su parte, presentó durante el primer semestre de 1997 un cambio significativo respecto de 1996, particularmente con respecto al flujo negativo del último trimestre de ese año. En efecto, en el período enero-junio de 1997 se observó un repunte, con ingresos significativamente superiores a los registrados en todos los trimestres de 1996. Es así como la inversión de cartera mediante ADRs alcanzó un ingreso neto positivo de US\$ 1.294 millones, superior en 50% al flujo registrado en la totalidad de 1996. Cabe señalar que, durante el primer semestre de 1997, se registraron dos emisiones primarias de estos instrumentos, por un total de US\$ 280 millones, en tanto que el repunte de los precios en la bolsa de Nueva York generó emisión secundaria de ADRs como resultado del arbitraje. La emisión de bonos, por su parte, presentó un flujo positivo por US\$ 300 millones, de los cuales el 33% correspondió al sector privado bancario.

En cuanto a la inversión al exterior, tanto directa como de cartera, se observaron niveles más estables y similares a los del primer semestre del año anterior, aún cuando en el caso de la inversión directa se observó una caída de US\$ 115 millones respecto del semestre precedente. Esta relativa estabilidad se explicó por la incorporación de empresas residentes a los mercados internacionales, lo que conlleva el acceso al financiamiento directo a través de sus agencias, filiales y sucursales en el exterior, cambiando la composición de las carteras de financiamiento de numerosas empresas. Ello, sin embargo, no queda

reflejado totalmente en la balanza de pagos de Chile, por tratarse de transacciones entre no residentes.

El flujo neto de capitales de mediano plazo distintos de inversión, que proviene fundamentalmente de créditos externos, fue positivo y alcanzó a US\$ 1.726 millones. Ello representó un mayor ingreso de US\$ 472 millones con respecto al semestre precedente. Sin embargo, si se compara con igual período del año anterior, los flujos son superiores en US\$ 2.405 millones, lo que se explicó en gran medida por los prepagos realizados en el primer semestre de 1996, así como también por el fuerte incremento de los créditos provenientes de bancos extranjeros. Este flujo neto de capitales de mediano y largo plazo resultó principalmente de ingresos de créditos externos por US\$ 3.298 millones y de amortizaciones por US\$ 1.529 millones, incluyendo en éstas los prepagos de deuda externa del sector privado y bancario por US\$ 576 millones. Dichos prepagos correspondieron a una recomposición de cartera tanto del sector financiero privado como de otras empresas, por lo que no tienen efecto en los flujos netos de estos capitales. Dentro de los ingresos por créditos externos del sector privado, cabe destacar aquellos efectuados al amparo del capítulo XIV letra A del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, con un monto de US\$ 1.421 millones, de los cuales el 88% fue canalizado al sector privado empresas básicamente de acuerdo con el siguiente desglose: 40% a los sectores eléctrico y telecomunicaciones, 25% a servicios y 15% a la minería. El sector público, por su parte, ingresó capitales vía créditos por un monto de US\$ 330 millones. Respecto del total de amortizaciones, el 73% correspondió al sector privado empresas, 17% al sector privado bancario y 10% al sector público. Por otra parte, el 38% del total amortizado correspondió a prepagos de deuda externa.

A diferencia de lo sucedido con los capitales de mediano y largo plazo, los flujos netos de capitales de corto plazo fueron negativos por US\$ 1.636 millones. Este resultado revirtió

el flujo positivo del semestre precedente (US\$ 1.230 millones), y significó egresos superiores en 81% a los del primer semestre del año anterior. Ello fue consecuencia, principalmente, de egresos netos por concepto de flujos comerciales directos, los que alcanzaron a US\$ 2.135 millones. A ello se sumó la disminución en el uso de líneas de corto plazo. En efecto, el flujo de pasivos de corto plazo del sector bancario privado fue negativo por US\$ 1.404 millones, lo que más que compensó el ingreso por este concepto registrado en el cuarto trimestre de 1996. El mayor uso de créditos externos de corto plazo por parte del sector privado no bancario y del sector público no financiero contrarrestó parcialmente los montos negativos registrados por los ítem ya mencionados. En cuanto a la composición sectorial de la totalidad de los flujos de corto plazo, el sector bancario privado mostró flujos negativos por US\$ 1.284 millones, el sector privado no financiero por US\$ 504 millones, en tanto que el sector público registró un ingreso positivo de US\$ 152 millones.

V.3 Reservas internacionales y deuda externa

Al 31 de julio, las reservas internacionales alcanzaron un monto de US\$ 17.488 millones, lo que significó un crecimiento de US\$ 2.014 millones por sobre el nivel de diciembre de 1996. Ello fue resultado de un superávit en balanza de pagos de US\$ 2.829 millones y de una revalorización de stocks negativa por efecto del cambio de paridades de las monedas y de precios de los instrumentos de reservas por US\$ 815 millones (Cuadro 16).

La deuda externa tuvo un incremento de US\$ 1.453 millones en el semestre, producto de flujos netos positivos por US\$ 1.469 millones y de un ajuste negativo por US\$ 12 millones principalmente por efecto de la apreciación del dólar estadounidense con respecto a las demás monedas en que se mantiene la deuda externa chilena. La deuda de mediano y largo plazo creció en US\$ 2.521 millones, como resultado de un

endeudamiento positivo del sector privado por US\$ 2.566 millones y de un desendeudamiento de US\$ 45 millones por parte del sector público, incluyendo en éste US\$ 12 millones por concepto de ajuste negativo de paridades. La deuda de corto plazo, en tanto, decreció en US\$ 1.068 millones, producto del fuerte desendeudamiento del sector privado bancario en líneas de corto plazo, el que compensó en parte el endeudamiento registrado en el cuarto trimestre de 1996. El sector público por su parte, durante la primera mitad de 1997 normalizó el uso de las líneas de financiamiento de corto plazo, las que durante 1996 fueron sustituidas en parte por la contratación de un crédito sindicado del orden de US\$ 500 millones. Respecto del origen de los recursos, continuó el acceso mayoritario a fuentes de financiamiento bancarias, las que en el semestre aportaron el 61% del total ingresado de los créditos de mediano y largo plazo (Cuadro 17).

VI. EL PROGRAMA MONETARIO Y EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

El patrimonio contable del Banco Central ha experimentado un permanente deterioro en los últimos años, debido al menor retorno real de sus activos, principalmente en moneda extranjera, en comparación con el costo real de sus pasivos, mayoritariamente en UF. Esta merma del patrimonio contable se ha visto acentuada en los años 1994 y 1997, como resultado de las disminuciones dispuestas por el Banco Central para el tipo de cambio referencial. Los orígenes de estas sistemáticas pérdidas contables fueron analizados en detalle en el informe que el Banco Central entregara al Senado en 1995.

La evolución del balance contable también se ha visto condicionada por los flujos de caja a los que ha dado lugar el ajuste del mercado monetario. En lo fundamental, el Banco Central ha destinado fondos para la adquisición de reservas internacionales, financiando esta operación con recursos provenientes del Fisco (servicio de Pagarés Fiscales y depósitos), con el

incremento no inflacionario de la base monetaria y con la colocación neta de pagarés. Para 1997, se proyecta que la adquisición de activos internacionales alcanzará a \$ 1.300 mil millones, cifra que se compara con los \$ 900 mil millones ingresados durante 1996, dentro de los cuales se incluyó la disminución de pasivos externos de mediano y largo plazo ocurrida durante ese año. Como resultado de lo anterior, el monto de pagarés bordearía el 31% del PIB hacia fines de 1997, algo por encima de lo observado hacia fines del año anterior. Para 1998, se espera una evolución de similares características a las del presente año.

A nivel de grandes partidas, los flujos de caja que contempla el programa monetario para 1998 se pueden sintetizar en la inversión de \$ 871 mil millones en reservas internacionales y una expansión no inflacionaria del circulante de \$ 107 mil millones, lo cual determina la programación de operaciones de crédito interno neto contractivas por \$ 764 mil millones (Cuadro 24).

La expansión proyectada del circulante, representa un crecimiento nominal de 11,3%, compatible con las metas de inflación y crecimiento económico programado para 1998.

La inversión en reservas internacionales considera un saldo proyectado de la balanza de pagos por US\$ 3.200 millones para 1998, al que se descuenta el retorno en intereses de dichas reservas que se estima en US\$ 1.170 millones.

El flujo neto contractivo de \$ 764 mil millones para las operaciones de crédito interno contempla flujos contractivos previsibles por \$ 799 mil millones, principalmente por depósitos y servicio de deuda fiscal, lo cual determina programar un flujo positivo de \$ 35 mil millones a través de operaciones con pagarés del Banco Central. De esta forma, el stock total de pagarés, considerando sus intereses y reajustes, pasaría de \$ 10.352 mil millones a fines de 1997 a \$ 11.480 mil millones a fines de 1998, lo que representa un crecimiento nominal de 10,9 %.

ANEXO 1

APLICACIÓN DE LA LEY Nº 19.396 SOBRE OBLIGACIÓN SUBORDINADA

En conformidad con lo dispuesto en la Ley Nº 19.396, el Banco Central procedió a negociar las nuevas formas de pago de dicha obligación con las instituciones deudoras, siendo el Banco BHIF la primera empresa bancaria en extinguir su respectiva deuda, mediante un programa de licitación de las acciones a que tenía derecho el Banco Central, en el transcurso del primer semestre de 1996.

Posteriormente, en septiembre de dicho año, se suscribió con el Banco Internacional un contrato de modificación de las condiciones de pago de la obligación subordinada, consistente en el pago de la misma en cuarenta cuotas fijas, anuales y sucesivas, de igual valor, y un contrato de dación en pago convencional de acciones. Éstas se darían en pago al Banco Central, previa oferta preferente a los accionistas. Durante los meses de noviembre y diciembre de 1996 los accionistas preferentes adquirieron la totalidad de las referidas acciones, por lo que a comienzos de enero de 1997 se canceló la obligación subordinada mediante la entrega de los recursos provenientes de la venta de las acciones, otorgándose ambas instituciones completo y recíproco finiquito respecto de las obligaciones emanadas de la deuda.

En noviembre de 1996, el Banco Central suscribió con el Banco Concepción (actual Corpbanca) un contrato de modificación de las condiciones de pago de su obligación, consistente en un programa de licitación de acciones. Asimismo, suscribieron un contrato de dación en pago convencional de acciones por la totalidad de títulos a que tenía derecho el Banco Central. En enero de 1997 se extinguió la obligación subordinada mediante el perfeccionamiento de la referida dación en pago de acciones, y, en abril último, se procedió a la venta de las mismas a los accionistas de dicho banco bajo la modalidad de saldo de precio.

En noviembre de 1996, se suscribió con el Banco de Chile el contrato de nueva forma de pago de la obligación subordinada, consistente en el pago de la misma en cuarenta cuotas anuales, iguales y sucesivas, de igual valor, como asimismo, la creación de la Sociedad Matriz del Banco de Chile, el nuevo Banco de Chile, y la Sociedad Administradora de la Obligación Subordinada, constituyéndose prenda sobre las acciones del nuevo Banco de Chile a que tiene derecho el Banco Central para el cumplimiento del pago de la deuda. Con igual fecha se suscribió el contrato de transacción, que da por superados

los problemas relativos a las capitalizaciones de utilidades efectuadas por el Banco de Chile. En abril de 1997, esta institución pagó la primera cuota fija y el monto correspondiente a la transacción, totalizando UF 3,75 millones. En la actualidad este banco es el único ligado al servicio de un contrato de una nueva forma de pago a través de la Sociedad Administradora, y se espera que pueda dar total cumplimiento a la obligación.

En diciembre de 1996, el Banco de Santiago acordó fusionarse con el Banco O'Higgins, acogerse al pago de la obligación subordinada, también en la modalidad de cuarenta cuotas fijas, y efectuar una dación en pago convencional de acciones al Banco Central. Tanto la fusión como los correspondientes contratos se

perfeccionaron en enero de este año. Luego, en abril último, el Banco Santiago efectuó la dación en pago convencional de acciones a que tenía derecho el Banco Central, por lo que se dio por extinguida la obligación subordinada. En julio recién pasado, el Banco Central, en respuesta a su derecho que le asiste como accionista frente a un aumento de capital, vendió su derecho de suscripción preferente sobre las acciones representativas del aumento de capital efectuado por el Banco Santiago. Actualmente, este Banco Central se encuentra en proceso de enajenar las acciones recibidas en pago.

Los resultados de la aplicación de la Ley N° 19.396 para los bancos que extinguieron su obligación se resumen en el siguiente cuadro:

Recuperación de la obligación subordinada: bancos que extinguieron su deuda
(montos en equivalentes de miles de UF)

Institución	Bajo Ley N° 18.401		Bajo Ley N° 19.396		Estado de la Deuda
	Saldo Obligación Subordinada	Valor Económico Esperado	Recuperación del Banco Central	Pérdida Contable	
Santiago	56.315	22.542	27.567(1)	23.110	extinguida
Concepción	21.870	4.205	4.979(2)	16.891	extinguida
Bhif	12.351	4.236	5.526	6.825	extinguida
Internacional	4.240	542	801	3.439	extinguida

- (1) La recuperación efectiva se realizará luego de la venta de las acciones en poder del Banco Central. No obstante, la actual recuperación, considerando valores de mercado, correspondería a: i) UF 1,7 millones por aplicación de excedentes del ejercicio 1996; ii) UF 31 mil por suscripción y pago de acciones, incluyendo saldo de precio; iii) UF 25,4 millones por las acciones recibidas en pago al valorizarse a precio de mercado (\$ 9,9 por acción); y iv) UF 446 mil por la venta de la opción del derecho de suscripción preferente.
- (2) Corresponde a la venta con saldo de precio de las acciones del banco recibidas en pago, en condiciones de mercado en cuatro cuotas anuales.

En suma, la incorporación de los cinco bancos a nuevas modalidades de pago de la obligación subordinada, significó que la recuperación económica esperada para el Banco Central se incrementara en un 18%

ANEXO 2

2.1 PRINCIPALES MEDIDAS MONETARIAS Y CREDITICIAS DE 1997

FEBRERO

- 6 Se comunica la adopción de las medidas operativas necesarias a objeto de reducir en un cuarto de punto porcentual anual el nivel real promedio de la tasa interbancaria diaria. Con esto, la tasa se reduce desde un 7,5% a un 7,25%, situándose así entre el segundo y tercer tramo de la Línea de Crédito de Liquidez.

ABRIL

- 10 Se autoriza a los bancos nacionales para que financien operaciones de comercio exterior entre terceros países. El financiamiento de dichos bancos ya no sólo se limitará a operaciones de comercio exterior desde y hacia Chile, sino que también permitirá otorgar créditos cursados en Chile a personas naturales o jurídicas residentes en el exterior para que efectúen operaciones entre países distintos de Chile.
- 11 Se anuncia la adopción de las medidas operativas necesarias para que la tasa de

interés interbancaria se sitúe en un rango centrado en 7% real anual, tasa que corresponde al segundo tramo de la Línea de Crédito de Liquidez. Esto representa una reducción de 25 puntos base respecto del rango objetivo anterior.

MAYO

- 30 El Banco Central anuncia la emisión de PDBC a 90 días a partir del 9 de julio del presente año. Dichos pagarés no reajustables se licitarán en conjunto con los PRBC a 90 días los martes y jueves de cada semana, y el monto a licitar representa en torno al diez por ciento de la oferta mensual de pagarés de corto plazo, siendo anunciados en el calendario mensual previo a cada período de encaje.

Asimismo, se anuncia la eliminación de la modalidad de venta por ventanilla de PDBC a 30 días a partir de la misma fecha, sustituyéndola por la licitación de pagarés nominales a 42 días los días miércoles de cada semana, en cupos anunciados en un calendario mensual.

JUNIO

- 6 Se reduce la tasa interbancaria objetivo en 25 puntos base, para lo cual se anuncia la adopción de medidas operativas para que la tasa de interés interbancaria se sitúe en torno a 6,75% real anual, esto es, entre el primer y segundo tramo de la Línea de Crédito de Liquidez.

JULIO

- 26 Se establece un plazo mínimo de dos días y uno máximo de cinco días hábiles para que las instituciones bancarias liberen en la cuenta corriente el valor de los cheques depositados por el cliente sobre otras plazas. La fecha de inicio de esta medida será a contar del 3 de noviembre de 1997.

2.2 PRINCIPALES MEDIDAS CAMBIARIAS Y DE COMERCIO EXTERIOR DE 1997

ENERO

- 6 Con el objetivo de favorecer la descentralización y simplificación de las operaciones de comercio exterior y cambios internacionales, se amplió a todos los Bancos Comerciales con oficinas en ciudades distintas a Santiago y Región Metropolitana la autorización para cursar determinadas operaciones de comercio exterior y cambios desde las sucursales situadas en cualquier ciudad del país. De esta forma se busca disminuir los costos asociados a estas operaciones para poder enfrentar adecuadamente la competencia externa.
- 9 Se adoptaron acuerdos orientados a profundizar la liberalización cambiaria, permitiendo mayor flexibilidad y expedición para distintas operaciones de comercio exterior y de cambios internacionales. Específicamente, se modificaron las normas establecidas en el capítulo V del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, sobre Seguros y Reaseguros, permitiéndose la ampliación de las posibilidades de adquirir divisas en el Mercado Cambiario Formal para el pago

de primas por cualquier tipo de seguro, sea éste tomado en Chile o en el exterior. También se eliminaron las instancias de autorización previas del Banco Central para la adquisición de moneda extranjera y se simplificaron los procedimientos administrativos hasta la fecha vigentes.

En relación con las empresas de transporte internacional, normadas en el capítulo X del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central, se simplificaron los procedimientos administrativos y de control. Asimismo, se liberaliza y simplifica para las empresas de pasajeros internacionales la conversión a moneda extranjera de los recursos obtenidos por sus ventas de servicios en moneda corriente en el país.

En el caso de las operaciones con derivados normados en los capítulos VI y VIII del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central, como también los ingresos en el exterior que obtengan los inversionistas nacionales por concepto de utilidades o dividendos o por liquidación de activos mantenidos en el exterior en virtud de

inversiones realizadas al amparo de las normas de la letra A del capítulo XII del Compendio antes referido, se eliminó la obligación de retornar y liquidar moneda extranjera. Sin embargo, de optarse por retornar las divisas al país, ello deberá efectuarse a través del Mercado Cambiario Formal, debiendo además procederse a la liquidación de las mismas en ese mismo mercado dentro de los diez días siguientes de producido el retorno.

- 24 Se acordó modificar la composición de la Canasta Referencial de Monedas (CRM), aumentando la participación relativa del dólar americano y disminuyendo la del marco y el yen. La nueva CRM quedará compuesta en un 80% por dólares americanos, en un 15% por marcos y en un 5% por yenes.

A su vez, el valor que toma el dólar acuerdo en esta fecha, corresponde aproximadamente, al nivel que habría alcanzado si las ponderaciones antes mencionadas se hubieran aplicado desde noviembre de 1994 (anterior modificación de la composición de la CRM).

Conjuntamente con la nueva canasta, se amplió la banda de flotación del dólar desde un margen de $\pm 10\%$ a un margen de $\pm 12,5\%$ en relación al dólar acuerdo.

MARZO

- 27 Se decidió reducir el límite de exención de la exigencia de encaje de un 30% para las inversiones y aportes de capital destinados a inversiones financieras en el país al amparo del capítulo XIV del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, desde un monto individual de US\$ 200.000 a US\$ 100.000 y/o desde un monto acumulado de US\$ 500.000 a US\$ 100.000 en los últimos doce meses.

ABRIL

- 10 Se autoriza a las empresas bancarias a otorgar créditos a personas naturales o jurídicas, residentes en el exterior, con el objeto de financiar operaciones de comercio exterior entre terceros países distintos de Chile. Los créditos deben ser expresados y pagaderos en dólares de los Estados Unidos de América, no pudiendo ser canalizados a través del Convenio de Pagos y Créditos Recíprocos. El monto total de créditos no podrá exceder el 20% del capital pagado y reservas del banco respectivo.

- 15 Se modifica la normativa que regula las inversiones en el exterior. Se acordó eliminar restricciones al acceso a las divisas del Mercado Cambiario Formal para ciertas operaciones de inversión en el exterior. Se agregaron como operaciones de inversión autorizadas la adquisición de activos financieros y reales, la toma de depósitos, el otorgamiento de créditos y la participación en el exterior en contratos para la exploración y explotación de recursos naturales. Asimismo, se permite incorporar a la normativa de inversiones en el exterior, las inversiones que se efectúen con divisas correspondientes al valor de las exportaciones no retornadas.

Se exige la remesa a través del mercado cambiario formal, con sólo información al Banco Central.

También se decidió reducir los controles administrativos y restricciones que afectan a las operaciones de inversión en el exterior tales como autorización previa, obligación de información periódica, prohibición de ceder, gravar, o enajenar. No obstante lo anterior, con fines estadísticos se continuará realizando el seguimiento al momento de efectuarse la salida o entrada de divisas.

Se acordó permitir que el capital y la utilidades o beneficios de las inversiones en el exterior puedan ingresar al país exentos de encaje siempre que se pruebe la existencia de la inversión original y la continuidad de ésta hasta su liquidación.

Asimismo se eliminó el límite cuantitativo de US\$ 15.000 al mes, liberando el acceso al Mercado Cambiario Formal por conceptos de egresos extraordinarios relacionados a gastos de viaje, gastos médicos, aportes y cuotas a organismos internacionales, remesas a estudiantes, pensiones, arriendos de bienes raíces, suscripciones e inversiones en moneda extranjera en el país.

- 17 Se incrementó de 9% a 12% el margen de inversión en el exterior de las Administradoras de Fondos de Pensiones y el margen para operaciones que tengan

como objetivo la cobertura del riesgo financiero que pueda afectar a las inversiones del fondo de pensiones que se efectúen normalmente en los mercados secundarios formales, y que cumplan con las características señaladas por las normas de carácter general que dictará la Superintendencia de AFP.

- 19 Se decidió renovar por un año las restricciones cambiarias contenidas en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

MAYO

- 8 Se modifica el capítulo XXVI, permitiendo a los titulares de ADR participar en las ofertas preferentes transformando en ADRs las acciones que adquieran en uso de ese derecho.

CUADROS ESTADÍSTICOS

Cuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA 1997 Y 1998

Especificación	1996	1997	1998
	(Variaciones porcentuales)		
1. Producto interno bruto	7,2	5,5 - 6,0	6,5-7,0
2. Índice de precios al consumidor	6,6	± 5,5	± 4,5
3. Volumen de las exportaciones de bienes	13,7	10,0	7,5
a) Cobre	22,4	15,0	7,0
b) No cobre	7,8	7,0	8,0
	(Porcentajes del PIB)		
4. Déficit en cuenta corriente a precios corrientes	4,4	3,5	4,0
5. Formación bruta de capital fijo a precios constantes	28,3	29,0	29,0
	(Millones de US\$)		
6. Saldo de balanza comercial	-1.147	-700	-1.350
	(Centavos de US\$ por libra)		
7. Precio por libra de cobre fino	103,9	105,0	96,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 2

BALANZA DE PAGOS: CIFRAS ANUALES
(Millones de dólares)

Especificación	Efectiva	Proyectada	
	1996	1997	1998
I. CUENTA CORRIENTE	-2.919	-2.800	-3.700
A. Balanza comercial	-1.147	-700	-1.350
1. Exportaciones FOB	15.353	16.900	17.850
2. Importaciones FOB	-16.500	-17.600	-19.200
B. Servicios no financieros	-229	-300	-350
Créditos	3.358	3.450	3.750
Débitos	-3.587	-3.750	-4.100
C. Servicios financieros	-2.016	-2.350	-2.550
Intereses netos	-596	-650	-750
Utilidades	-1.420	-1.700	-1.800
D. Transferencias	473	550	550
II. CUENTA DE CAPITAL, SALVO RESERVAS	5.016	6.500	6.900
A. Capitales de mediano y largo plazo	4.689	7.950	6.500
1. Inversión extranjera (1)	4.114	5.050	3.100
a) Directa	3.013	2.400	1.700
Del exterior	4.092	3.400	3.000
Al exterior	-1.079	-1.000	-1.300
b) De cartera	1.101	2.650	1.400
Del exterior (2)	1.238	3.000	1.900
Al exterior	-137	-350	-500
2. Desembolsos de créditos DL 600	881	1.350	1.800
3. Otros desembolsos	4.405	4.300	4.100
4. Amortizaciones	-4.678	-2.750	-2.500
5. Otros (3)	-33	0	0
B. Capitales de corto plazo	327	-1.450	400
1. Líneas de corto plazo	-744	-1.600	50
2. Otros (4)	1.071	150	350
III. ERRORES Y OMISIONES	-916	200	0
IV. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	1.181	3.900	3.200

(1) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, bonos, Capítulo XIX e inversiones al exterior.

(2) En 1996 incluye ingresos por bonos emitidos por el sector privado no financiero.

(3) Incluye pago de reversión de retiming en 1996, financiamiento por leasing y variación de activos externos y operaciones por rescate de deuda externa contabilizada a valor de flujo.

(4) Incluye contrapartida por operaciones de rescate de deuda externa.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 3

ÍNDICES DE PRECIOS

Fecha	AL CONSUMIDOR (Base: Abril 1989 = 100)			AL POR MAYOR (Base: Junio 1992 = 100)		
	Índice	Variaciones		Índice	Variaciones	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1992 Promedio	186,44	-	12,7 (*)	101,61	-	8,9 (*)
1993 Promedio	210,17	-	12,2 (*)	110,32	-	6,7 (*)
1994 Promedio	234,22	-	8,9 (*)	118,82	-	7,8 (*)
1995 Promedio	253,50	-	8,2 (*)	127,81	-	8,2 (*)
1996 Promedio	272,16	-	6,6 (*)	135,79	-	3,1 (*)
1996						
Enero	263,08	0,3	7,8	133,31	0,1	7,9
Febrero	264,44	0,5	7,8	132,63	-0,5	6,7
Marzo	266,36	0,7	7,9	134,20	1,2	6,1
Abril	269,06	1,0	8,4	135,95	1,3	7,2
Mayo	271,24	0,8	8,6	135,75	-0,1	7,9
Junio	272,38	0,4	8,3	136,10	0,3	8,8
Julio	273,17	0,3	7,7	135,47	-0,5	7,4
Agosto	274,34	0,4	6,4	135,99	0,4	6,7
Septiembre	275,68	0,5	6,3	136,93	0,7	5,5
Octubre	277,65	0,7	6,2	137,85	0,7	4,4
Noviembre	278,78	0,4	6,6	137,92	0,1	3,5
Diciembre	279,76	0,4	6,6	137,32	-0,4	3,1
1997						
Enero	281,17	0,5	6,9	138,30	0,7	3,7
Febrero	283,52	0,8	7,2	137,73	-0,4	3,8
Marzo	284,41	0,3	6,8	135,81	-1,4	1,2
Abril	285,35	0,3	6,1	136,03	0,2	0,1
Mayo	286,01	0,2	5,4	136,64	0,4	0,7
Junio	286,69	0,2	5,3	138,11	1,1	1,5
Julio	288,42	0,6	5,6	137,51	-0,4	1,5
Agosto	289,59	0,4	5,6	137,05	-0,3	0,8

(*) Variación diciembre a diciembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 4A
ÍNDICE DE REMUNERACIONES POR HORA
(Base: Abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (*)		
	Índice	Variación porcentual		Índice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1996						
Enero	150,42	0,3	13,3	116,29	0,0	5,0
Febrero	151,29	0,6	13,0	116,36	0,1	4,8
Marzo	151,99	0,5	12,1	116,05	-0,3	3,9
Abril	153,28	0,8	12,0	115,86	-0,2	3,4
Mayo	154,34	0,7	12,3	115,73	-0,1	3,4
Junio	156,17	1,2	11,9	116,61	0,8	3,4
Julio	156,94	0,5	12,0	116,84	0,2	4,0
Agosto	158,14	0,8	12,3	117,24	0,3	5,6
Septiembre	159,06	0,6	11,3	117,34	0,1	4,7
Octubre	159,35	0,2	11,3	116,72	-0,5	4,8
Noviembre	160,57	0,8	10,8	117,15	0,4	4,0
Diciembre	164,23	2,3	9,5	119,39	1,9	2,7
1997						
Enero	165,38	0,7	9,9	119,63	0,2	2,9
Febrero	166,38	0,6	10,0	119,35	-0,2	2,6
Marzo	167,17	0,5	10,0	119,54	0,2	3,0
Abril	167,64	0,3	9,4	119,48	-0,1	3,1
Mayo	168,13	0,3	8,9	119,56	0,1	3,3
Junio	168,92	0,5	8,2	119,83	0,2	2,8
Julio	170,04	0,7	8,3	119,83	0,0	2,6

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

Cuadro 4B
ÍNDICE DE COSTO DE LA MANO DE OBRA
(Base: Abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (*)		
	Índice	Variación porcentual		Índice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1996						
Enero	143,06	-0,5	12,4	115,93	-0,6	4,2
Febrero	143,71	0,5	12,3	117,06	1,0	5,2
Marzo	144,50	0,5	11,5	116,32	-0,6	5,1
Abril	146,52	1,4	11,8	116,43	0,1	4,3
Mayo	147,58	0,7	11,8	117,45	0,9	3,6
Junio	149,58	1,4	12,1	118,73	1,1	3,0
Julio	149,71	0,1	11,6	119,39	0,6	3,9
Agosto	150,31	0,4	12,0	119,41	0,0	5,0
Septiembre	151,63	0,9	11,2	119,63	0,2	5,4
Octubre	151,56	0,0	10,5	118,77	-0,7	5,9
Noviembre	153,15	1,0	10,6	119,96	1,0	6,9
Diciembre	157,21	2,7	9,3	123,68	3,1	6,0
1997						
Enero	157,16	0,0	9,9	122,76	-0,7	5,9
Febrero	157,98	0,5	9,9	123,91	0,9	5,9
Marzo	159,40	0,9	10,3	126,79	2,3	9,0
Abril	160,26	0,5	9,4	127,27	0,4	9,3
Mayo	160,54	0,2	8,8	126,93	-0,3	8,1
Junio	161,94	0,9	8,3	126,67	-0,2	6,7
Julio	162,54	0,4	8,6	127,69	0,8	7,0

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

Cuadro 5

PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL
(Variaciones porcentuales respecto de igual período del año anterior) (1) (2)

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	7,7	7,8	5,9	3,7	6,3
1994	3,8	4,7	4,0	4,6	4,2
1995	7,3	8,4	8,9	9,6	8,5
1996	9,0	6,4	5,7	7,7	7,2
1997	3,5	6,3			

(1) Sobre la base de cifras a precios constantes del año 1986.

(2) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 6

EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL (1) (2)

(Tasas de variación porcentual respecto de igual período del año anterior)

Sector	1996					1997		
	1er trim.	2do trim.	3er trim.	4to trim.	Año	1er trim.	2do trim.	1er sem.
Agropecuario y silvícola	1,5	-1,7	1,7	5,9	1,5	-5,1	-3,3	-4,4
Pesca	9,9	-9,3	7,9	4,8	3,4	1,4	-2,9	-0,4
Minería	15,1	4,7	12,0	16,0	11,9	12,1	16,1	14,1
Industria manufacturera	5,2	0,0	2,8	6,2	3,5	-0,2	5,8	2,8
Electricidad, gas y agua	8,2	6,7	-2,1	-4,9	1,7	-6,8	0,6	-3,1
Construcción	13,7	10,9	9,3	7,0	10,1	4,7	7,0	5,9
Comercio, hoteles y restaurantes	13,4	12,6	6,9	8,6	10,4	4,3	5,5	4,9
Transporte y comunicaciones	10,1	10,3	9,1	10,5	10,0	10,3	9,6	10,0
Servicios financieros	8,2	6,3	6,3	7,2	7,0	4,0	6,2	5,1
Propiedad de vivienda	2,9	3,2	3,3	3,3	3,2	3,6	3,8	3,7
Servicios personales (3)	3,8	3,5	3,6	3,7	3,6	3,8	3,5	3,6
Administración pública	1,4	1,2	1,4	1,5	1,4	1,3	1,2	1,2
Subtotal	8,2	5,4	5,8	7,3	6,7	3,1	5,8	4,5
Menos: Imputaciones bancarias	8,4	5,3	5,8	7,7	6,8	3,6	6,0	4,8
Más: IVA neto recaudado	10,4	9,0	5,9	6,9	8,0	4,1	5,8	5,0
Más: Derechos de importación	17,3	16,9	5,3	13,3	12,8	7,6	12,2	9,9
Total PIB	9,0	6,4	5,7	7,7	7,2	3,5	6,3	4,9

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

(2) Cifras provisionales.

(3) Incluye educación y salud pública y privada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 7

GASTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO

(Tasas de variación porcentual respecto de igual período del año anterior) (1) (2)

Especificación	1996			1997
	I SEMESTRE	II SEMESTRE	AÑO	I SEMESTRE
Demanda Interna	9,5	6,4	7,9	5,0
Gasto en consumo final de hogares e instituciones privadas sin fines de lucro	11,1	6,5	8,8	5,1
Gasto en consumo final de gobierno	2,4	2,6	2,5	2,8
Formación bruta de capital fijo	17,3	6,9	11,6	9,0
Exportación de bienes y servicios	11,7	10,0	10,9	9,3
Importación de bienes y servicios	15,6	8,3	11,7	9,1
PIB	7,7	6,7	7,2	4,9

(1) Sobre la base de cifras a precios constantes del año 1986.

(2) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 8

EMPLEO Y DESOCUPACIÓN (1) (2)
PROMEDIOS MÓVILES TRIMESTRALES TERMINADOS EN EL MES QUE SE INDICA
(Miles de personas)

Fecha	PAÍS				REGIÓN METROPOLITANA DE SANTIAGO			
	Fuerza de Trabajo	Ocupados	Desocupados	Tasa de Desocupación	Fuerza de Trabajo	Ocupados	Desocupados	Tasa de Desocupación
1992 Promedio	5.040,4	4.703,5	336,9	6,7	2.079,0	1.932,9	146,1	7,0
1993 Promedio	5.322,3	4.976,5	345,8	6,5	2.238,7	2.101,0	137,7	6,1
1994 Promedio	5.458,8	5.033,7	425,1	7,8	2.313,0	2.122,1	190,9	8,3
1995 Promedio	5.497,4	5.092,3	405,1	7,4	2.329,5	2.154,3	175,1	7,5
1996 Promedio	5.521,9	5.164,0	357,9	6,5	2.351,6	2.185,6	166,0	7,1
1996								
Enero	5.596,6	5.206,7	390,0	7,0	2.342,2	2.183,4	158,8	6,8
Febrero	5.584,6	5.196,1	388,5	6,9	2.343,8	2.185,7	158,2	6,7
Marzo	5.564,2	5.198,4	365,9	7,0	2.338,9	2.192,3	146,6	6,3
Abril	5.497,7	5.163,2	334,5	6,1	2.316,4	2.170,5	145,9	6,3
Mayo	5.503,2	5.158,6	344,5	6,3	2.336,9	2.177,5	159,4	6,8
Junio	5.503,6	5.141,5	362,1	6,6	2.354,1	2.177,9	176,2	7,5
Julio	5.479,3	5.093,0	386,3	7,1	2.365,8	2.166,6	199,2	8,4
Agosto	5.450,6	5.067,2	383,4	7,0	2.365,5	2.162,6	192,9	8,2
Septiembre	5.459,6	5.089,8	369,8	6,8	2.358,0	2.173,6	184,3	7,8
Octubre	5.479,9	5.138,1	341,8	6,2	2.343,9	2.180,6	163,4	7,0
Noviembre	5.542,9	5.217,2	325,8	5,9	2.370,9	2.211,9	159,0	6,7
Diciembre	5.600,7	5.298,7	302,0	5,4	2.393,6	2.245,1	148,5	6,2
1997								
Enero	5.607,5	5.302,6	304,9	5,4	2.393,9	2.241,8	152,1	6,4
Febrero	5.596,6	5.292,1	304,5	5,4	2.377,9	2.228,3	149,6	6,3
Marzo	5.577,3	5.251,8	325,5	5,8	2.363,0	2.199,0	164,0	6,9
Abril	5.590,5	5.257,5	332,9	6,0	2.384,1	2.218,9	165,2	6,9
Mayo	5.579,4	5.225,8	353,6	6,3	2.397,4	2.217,8	179,7	7,5
Junio	5.562,2	5.194,9	367,2	6,6	2.408,5	2.227,5	181,0	7,5
Julio	5.591,4	5.217,0	374,4	6,7	2.429,8	2.244,2	185,6	7,6

(1) Considera a la población de 15 años y más.

(2) Corresponde a los resultados de la Nueva Encuesta Nacional del Empleo, basada en el Censo de Población y Vivienda de 1992.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

Cuadro 9

REAJUSTE INICIAL REAL CONVENIDO EN NEGOCIACIONES COLECTIVAS
(Porcentajes)

Período	SINDICATOS	GRUPOS	TOTAL
1995			
Enero-marzo	2,1	2,0	2,1
Abril-junio	2,3	2,1	2,2
Julio-septiembre	1,3	0,6	1,1
Octubre-diciembre	1,7	0,5	1,6
1996			
Enero-marzo	1,6	1,2	1,5
Abril-junio	2,1	1,0	1,8
Julio-septiembre	1,3	1,6	1,3
Octubre-diciembre	1,2	0,9	1,1
1997			
Enero-marzo	1,6	1,7	1,6
Abril-junio	2,0	2,0	2,0
Fuente: Dirección del Trabajo.			

Cuadro 10

BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994	1995	1996	PRIMER SEMESTRE	
					1996	1997
I. CUENTA CORRIENTE	-2.077	-639	148	-2.919	-219	-267
A. Balanza comercial	-982	725	1.482	-1.147	611	793
1. Exportaciones FOB	9.199	11.604	16.137	15.353	8.335	9.007
2. Importaciones FOB	-10.181	-10.879	-14.655	-16.500	-7.724	-8.214
B. Servicios no financieros	3	22	-164	-229	-115	-91
Créditos	2.599	2.847	3.160	3.358	1.747	1.834
Débitos	-2.596	-2.825	-3.324	-3.587	-1.862	-1.925
C. Servicios financieros	-1.468	-1.743	-1.480	-2.016	-893	-1.273
Intereses netos	-720	-687	-592	-596	-350	-351
Utilidades netas	-748	-1.056	-888	-1.420	-543	-922
D. Transferencias	370	357	310	473	178	304
II. CUENTA DE CAPITAL, SALVO RESERVAS	2.725	4.573	1.310	5.016	395	2.728
A. Capitales de mediano y largo plazo	1.626	3.081	762	4.689	1.297	4.364
1. Inversión extranjera (1)	1.104	1.754	1.007	4.114	1.976	2.638
a) Directa	374	846	971	3.013	1.087	1.100
Del exterior	808	1.772	1.667	4.092	1.570	1.582
Al exterior	-434	-926	-696	-1.079	-483	-482
b) De cartera	730	908	36	1.101	889	1.538
Del exterior (2)	820	1.259	49	1.238	955	1.570
Al exterior	-90	-351	-13	-137	-66	-32
2. Desembolsos de créditos DL 600	845	1.001	1.343	881	298	687
3. Otros desembolsos	1.133	1.844	2.065	4.405	2.002	2.611
4. Amortizaciones	-1.144	-1.418	-3.490	-4.678	-2.972	-1.529
5. Otros (3)	-312	-100	-163	-33	-7	-43
B. Capitales de corto plazo	1.099	1.492	548	327	-902	-1.636
1. Líneas de corto plazo	154	623	-416	-744	-514	-1.063
2. Otros (4)	945	869	964	1.071	-388	-573
III. ERRORES Y OMISIONES	-70	-740	-397	-916	231	234
IV. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	578	3.194	1.061	1.181	407	2.695

(1) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, bonos, Capítulo XIX e inversiones al exterior.

(2) En 1993 incluye ingresos por bonos emitidos por el sector privado no financiero y egresos por rescate de bonos emitidos por la República en 1991. En 1995 y 1996 incluye ingresos por bonos emitidos por el sector privado no financiero.

(3) Incluye pago de reversión de retiming, financiamiento por leasing, variación de activos externos y operaciones de rescate de deuda externa contabilizadas a valor de flujo.

(4) Incluye contrapartida por operaciones de rescate de deuda externa.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 11

BALANZA COMERCIAL 1997

Especificación	Millones de dólares				Variaciones porcentuales (1)			
	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero a julio	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero a julio
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL	540	253	793	617	105,6	-27,4	29,8	32,4
Exportaciones totales (FOB)	4.540	4.467	9.007	10.420	11,8	4,5	8,1	7,4
Cobre	1.866	1.853	3.719	4.324	23,1	13,3	18,0	15,9
Otras principales (2)	1.338	1.266	2.604	2.914	-2,9	0,8	-1,1	-0,2
Resto	1.336	1.348	2.684	3.182	14,4	-2,4	5,3	4,3
Importaciones totales (FOB) (3)	4.000	4.214	8.214	9.803	5,3	7,4	6,3	6,1
Importaciones totales (CIF) (3)	4.309	4.548	8.857	10.572	4,7	7,1	5,9	5,8
Bienes de consumo	723	789	1.512	1.831	-2,9	7,1	2,1	4,2
Bienes intermedios	2.397	2.579	4.976	5.911	4,2	7,5	5,9	4,8
Combustibles	552	487	1.039	1.217	41,8	3,6	20,9	17,7
Resto	1.845	2.092	3.937	4.694	-3,4	8,4	2,5	1,9
Bienes de capital	1.189	1.180	2.369	2.830	10,9	6,4	8,6	8,9

(1) Respecto del mismo período de 1996.

(2) Incluye hierro, salitre y yodo, plata, mineral de oro, fruta, harina de pescado, madera aserrada, rollizos y madera cepillada, celulosa, metanol, carbonato de litio, óxido y ferromolibdeno, oro metálico y metal doré.

(3) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 12

EXPORTACIÓN DE BIENES
(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994	1995	1996	A junio		A julio		Variación porcentual (1)				
					1996	1997	1996	1997	1994	1995	1996	a junio	a julio
					(2)	(2)	(2)	(2)	1994	1995	1996	97/96	97/96
												(2)	(2)
Total	9.199	11.604	16.137	15.353	8.335	9.007	9.703	10.420	26,1	39,1	-4,9	8,1	7,4
Cobre	3.248	4.242	6.487	6.029	3.151	3.719	3.731	4.324	30,6	52,9	-7,1	18,0	15,9
Otros productos principales	2.737	3.515	4.964	4.216	2.634	2.604	2.920	2.914	28,4	41,2	-15,1	-1,1	-0,2
Hierro	112	124	124	147	79	79	94	95	10,7	0,0	18,5	0,0	0,2
Salitre y yodo	107	99	133	163	85	113	103	129	-7,5	34,3	22,6	32,9	25,6
Plata metálica	81	115	132	153	73	71	87	81	42,0	14,8	15,9	-2,7	-6,4
Minerales de oro	38	59	60	58	28	34	36	37	55,3	1,7	-3,3	21,4	3,9
Fruta fresca	845	923	1.117	1.205	1.037	970	1.071	1.002	9,2	21,0	7,9	-6,5	-6,5
Harina de pescado	364	449	628	608	339	278	384	330	23,4	39,9	-3,2	-18,0	-14,2
Madera aserrada	171	174	249	240	119	137	137	169	1,8	43,1	-3,6	15,1	23,8
Rollizos y madera cepillada	152	153	195	190	94	118	111	141	0,7	27,5	-2,6	25,5	27,1
Celulosa cruda	81	132	199	99	51	54	59	59	63,0	50,8	-50,3	5,9	0,7
Celulosa blanqueada	363	584	1.117	571	323	308	366	362	60,9	91,3	-48,9	-4,6	-1,1
Metanol	62	191	161	95	47	104	54	117	208,1	-15,7	-41,0	121,3	117,4
Carbonato de litio	32	33	39	40	21	22	25	26	3,1	18,2	2,6	4,8	4,5
Óxido y ferromolibdeno	102	176	441	224	118	121	139	143	72,5	150,6	-49,2	2,5	2,9
Oro metal, doré y aleado	227	303	369	423	220	195	255	224	33,5	21,8	14,6	-11,4	-12,4
Resto	3.214	3.847	4.686	5.108	2.550	2.684	3.052	3.182	19,7	21,8	9,0	5,3	4,3
Participación relativa (%)													
Cobre	35,3	36,6	40,2	39,3	37,8	41,3	38,5	41,5					
Otros productos principales	29,8	30,3	30,8	27,5	31,6	28,9	30,1	28,0					
Resto	34,9	33,1	29,0	33,2	30,6	29,8	31,4	30,5					
Total	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0					

(1) Respecto de igual período del año anterior.

(2) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 13

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES

(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994	1995	1996	A junio		A julio		Variación porcentual				
					1996	1997	1996	1997	1994	1995	1996 a junio	1997 a julio	
						(3)		(3)			97/96	97/96	
											(3)	(3)	
Total (1)	3.214	3.847	4.686	5.108	2.550	2.684	3.052	3.182	19,7	21,8	9,0	5,3	4,3
Pescados frescos enfriados y congelados (Salmón)	527 (224)	617 (250)	772 (378)	812 (392)	441 (221)	551 (284)	496 (246)	615 (313)	17,1 (11,6)	25,1 (51,2)	5,2 (3,7)	24,9 (-28,5)	24,0 (-27,2)
Chips de madera	137	164	233	171	88	86	105	94	19,7	42,1	-26,6	-2,3	-10,5
Vino embotellado	83	91	124	187	77	112	96	137	9,6	36,3	50,8	45,5	42,7
Alambres de cobre	54	83	115	88	46	38	53	44	53,7	38,6	-23,5	-17,4	-17,0
Papel para periódicos	69	77	111	98	52	38	61	45	11,6	44,2	-11,7	-26,9	-26,2
Jugos de fruta	50	46	97	126	64	44	88	55	-8,0	110,9	29,9	-31,3	-37,5
Purés y jugos de tomate	50	71	93	89	51	40	59	45	42,0	31,0	-4,3	-21,6	-23,7
Moluscos frescos y congelados	42	66	86	65	29	30	37	35	57,1	30,3	-24,4	3,4	-5,4
Conservas de pescado	38	50	72	73	33	38	42	51	31,6	44,0	1,4	15,2	21,4
Fruta congelada sin azúcar	37	47	65	68	58	33	62	37	27,0	38,3	4,6	-43,1	-40,3
Neumáticos, cámaras y cubrecámaras	44	49	63	58	28	35	33	43	11,4	28,6	-7,9	25,0	30,3
Moluscos precocidos y conservados	97	55	58	54	24	29	30	41	-43,3	5,5	-6,9	20,8	36,7
Diarios y publicaciones	36	34	56	53	27	26	27	26	-5,6	64,7	-5,4	-3,7	-3,7
Tableros de madera	39	59	55	66	30	37	36	44	51,3	-6,8	20,0	23,3	22,2
Nitrato de potasio	31	44	53	55	25	32	32	38	41,9	20,5	3,8	28,0	18,8
Conservas de fruta	40	45	53	62	31	28	36	33	12,5	17,8	17,0	-9,7	-8,3
Los demás vinos	42	47	52	97	35	51	45	63	11,9	10,6	86,5	45,7	40,0
Caramelos y chocolates	38	47	50	48	20	22	26	27	23,7	6,4	-4,0	10,0	3,8
Aceite de pescado	19	44	49	41	30	12	39	12	131,6	11,4	-16,3	-60,0	-69,2
Camionetas	21	23	47	51	25	30	30	37	9,5	104,3	8,5	20,0	23,3
Obras de carpintería	34	44	44	48	25	29	29	35	29,4	0,0	9,1	16,0	20,7
Agar-agar	27	33	40	45	23	22	26	26	22,2	21,2	12,5	-4,3	0,0
Prendas de vestir exteriores	39	37	33	29	17	12	20	15	-5,1	-10,8	-12,1	-29,4	-25,0
Hortalizas deshidratadas	28	30	33	34	19	19	24	22	7,1	10,0	3,0	0,0	-8,3
Sal marina y de mesa	10	26	12	37	15	11	18	12	160,0	-53,8	208,3	-26,7	-33,3
Muebles y partes de muebles de madera	31	35	33	33	15	19	18	23	12,9	-5,7	0,0	26,7	27,8
Chapas gruesas de cobre	16	19	32	29	16	14	20	17	18,8	68,4	-9,4	-12,5	-15,0
Pasas	24	36	31	34	11	19	14	23	50,0	-13,9	9,7	72,7	64,3
Barcos	19	46	28	45	12	6	20	9	142,1	-39,1	60,7	-50,0	-55,0
Órganos de transmisión para vehículos	44	50	27	32	14	15	18	19	13,6	-46,0	18,5	7,1	5,6
Perfumes	30	30	27	28	13	11	15	14	0,0	-10,0	3,7	-15,4	-6,7
Calzado de cuero y de plástico	41	31	26	23	9	8	12	11	-24,4	-16,1	-11,5	-11,1	-8,3
Algas	13	20	25	26	17	20	19	21	53,8	25,0	4,0	17,6	10,5
Maíz	23	31	25	38	35	51	36	51	34,8	-19,4	52,0	45,7	41,7
Semillas de hortalizas	24	24	25	27	19	22	23	26	0,0	4,2	8,0	15,8	13,0
Jugos en polvo	14	43	143	149	119	36	123	40	207,1	232,6	4,2	-69,7	-67,5
Mezclilla denim	6	9	10	30	12	13	13	17	50,0	11,1	200,0	8,3	30,8
Subtotal (2)	1.917	2.303	2.898	3.049	1.605	1.639	1.881	1.903	20,1	25,8	5,2	2,1	1,2
(Porcentaje sobre el total)	(59,6)	(59,9)	(61,8)	(59,7)	(62,9)	(61,1)	(61,6)	(59,8)					

(1) La información total corresponde a la categoría "resto" del cuadro 12.

(2) Se han considerado todos los productos cuyos embarques en 1996 fueron de US\$ 25 millones o más.

(3) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 14

SERVICIOS FINANCIEROS
(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994	1995	1996 (2)	Acumulado a junio		Variación porcentual (1)	
					1996 (2)	1997 (2)	a dic. 96/95	a junio 97/96
INTERESES PAGADOS	1.209	1.181	1.400	1.277	690	659	-8,8	-4,6
Mediano y largo plazo	1.018	1.007	1.196	1.067	583	574	-10,8	-1,6
Corto plazo	191	174	204	210	107	85	2,9	-20,6
INTERESES RECIBIDOS	491	495	811	681	340	308	-16,0	-9,4
UTILIDADES Y DIVIDENDOS	-748	-1.056	-888	-1.420	-543	-922		
Créditos (recibidos)	6	3	13	14	7	11	7,7	57,1
Débitos (pagados)	754	1.059	901	1.434	550	933	59,2	69,6
SERVICIOS DE LEASING	-2	-1	-3	0	0	0		
TOTAL SERVICIOS FINANCIEROS	-1.468	-1.743	-1.480	-2.016	-893	-1.273		
Créditos	497	498	824	695	347	319	-15,7	-8,1
Débitos	1.965	2.241	2.304	2.711	1.240	1.592	17,7	28,4

(1) No se indica cuando se refiere a cifras netas (créditos menos débitos).

(2) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 15

SERVICIOS NO FINANCIEROS

(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994	1995	1996 (2)	Acumulado a junio		Variación porcentual (1)	
					1996 (2)	1997 (2)	a dic. 96/95	a junio 97/96
EMBARQUES	50	134	-72	-108	21	-36		
Créditos	495	591	608	658	388	404	8,2	4,1
Débitos	445	457	680	766	367	440	12,6	19,9
OTROS TRANSPORTES	-344	-339	-220	-271	-202	-172		
a. Servicios de pasajeros	-4	-2	9	-5	-9	43		
Créditos	182	191	205	177	82	140	-13,7	70,7
Débitos	186	193	196	182	91	97	-7,1	6,6
b. Servicios portuarios	-340	-337	-229	-266	-193	-215		
Créditos	361	419	590	560	259	188	-5,1	-27,4
Débitos	701	756	819	826	452	403	0,9	-10,8
VIAJES	274	224	131	124	92	117		
Créditos	833	863	840	927	504	575	10,4	14,1
Débitos	559	639	709	803	412	458	13,3	11,2
OTROS BIENES, SERVICIOS Y RENTAS	23	3	-3	26	-26	0		
Créditos	728	783	917	1.036	514	527	13,0	2,5
Débitos	705	780	920	1.010	540	527	9,8	-2,4
TOTAL SERVICIOS NO FINANCIEROS	3	22	-164	-229	-115	-91	39,6	
Créditos	2.599	2.847	3.160	3.358	1.747	1.834	6,3	5,0
Débitos	2.596	2.825	3.324	3.587	1.862	1.925	7,9	3,4

(1) No se indica cuando el ítem cambia de signo, ni cuando se refiere a cifras netas (créditos menos débitos).

(2) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 16

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS DEL BANCO CENTRAL
(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994	1995	1996	1997	
					a junio	a julio
Reservas brutas (Stock a fin de período)	9.759	13.467	14.805	15.474	17.598	17.488
Variación de reservas (Diciembre a diciembre)	750	3.708	1.338	669	2.124 (1)	2.014 (2)
Saldo de balanza de pagos (3)	578	3.194	1.061	1.181	2.695	2.828

(1) Variación diciembre 1996-junio de 1997.

(2) Variación diciembre 1996-julio de 1997.

(3) 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 17

DEUDA EXTERNA (1)

(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994	1995	1996	1997 a junio	Variación porcentual (2)	
						1996 a junio 97/96	
TOTAL (I + II)	19.186	21.478	21.736	22.979	24.432	5,7	6,3
I. Mediano y largo plazo	15.699	17.613	18.305	20.344	22.865	11,1	12,4
Sector público (3)	8.532	8.609	6.886	4.813	4.768	-30,1	-0,9
Sector privado	7.167	9.004	11.419	15.531	18.097	36,0	16,5
II. Corto plazo	3.487	3.865	3.431	2.635	1.567	-23,2	-40,5
Sector público	488	526	615	350	631	-43,1	80,3
Sector privado	2.999	3.339	2.816	2.285	936	-18,9	-59,0
III. Banco Central con FMI	479	290	0	0	0	0,0	0,0

(1) Saldos a fines de período. Cifras preliminares para 1996 y 1997. Incluye deuda por bonos.

Incluye deuda por bonos emitidos por agencias en el exterior.

(2) Respecto de diciembre del año anterior.

(3) Incluye deuda privada con garantía pública.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 18A

TIPO DE CAMBIO REAL

(Base: Promedio 1986 = 100)

Fecha	ÍNDICE TOTAL (1)			ÍNDICE SIN AMERICA LATINA (2)		
	Índice	Variación porcentual		Índice	Variación porcentual	
		Mes	Año (3)		Mes	Año (3)
1992 Promedio	97,6	-	-8,3	88,4	-	-7,4
1993 Promedio	96,9	-	-0,7	86,9	-	-1,7
1994 Promedio	94,2	-	-2,7	83,0	-	-4,4
1995 Promedio	88,9	-	-5,7	77,6	-	-6,6
1996 Promedio (4)	84,8	-	-4,7	73,6	-	-5,1
1996 (4)						
Enero	87,0	-0,8	-2,2	75,7	-1,1	-2,4
Febrero	87,1	0,2	-2,1	75,9	0,2	-2,3
Marzo	86,6	-0,5	-2,2	75,4	-0,6	-2,5
Abril	85,0	-1,9	-2,8	73,8	-2,2	-3,1
Mayo	83,9	-1,3	-3,3	72,8	-1,3	-3,7
Junio	83,9	0,0	-3,7	72,8	0,0	-4,1
Julio	84,1	0,2	-4,0	72,8	0,1	-4,4
Agosto	84,1	0,0	-4,1	73,0	0,3	-4,6
Septiembre	83,6	-0,6	-4,3	72,5	-0,8	-4,8
Octubre	83,3	-0,3	-4,5	72,2	-0,3	-5,0
Noviembre	84,2	1,1	-4,6	73,2	1,3	-5,1
Diciembre	84,2	-0,1	-4,7	73,0	-0,3	-5,1
1997 (4)						
Enero	83,5	-0,8	-1,5	72,2	-1,1	-1,9
Febrero	79,9	-4,3	-3,6	68,7	-4,8	-4,3
Marzo	78,7	-1,5	-4,8	67,5	-1,8	-5,6
Abril	78,9	0,3	-5,4	67,6	0,2	-6,2
Mayo	79,6	0,9	-5,5	68,3	1,1	-6,4
Junio	79,2	-0,5	-5,7	68,0	-0,5	-6,6

(1) Se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cociente 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.

(2) Utiliza la misma definición de (1), excluyendo a los socios comerciales de América Latina.

(3) Promedio acumulado en el año respecto del promedio del año anterior.

(4) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 18B

TIPO DE CAMBIO NOMINAL
(Pesos por dólar de los Estados Unidos de América)

Fecha	OBSERVADO			ACUERDO			BRECHA
	\$ / US\$	Variación porcentual		\$ / US\$	Variación porcentual		(Obs/Acdo)-1 %
		Mes	Año (1)		Mes	Año (1)	
1992 Promedio	362,58	-	3,8 (2)	390,30	-	6,5 (2)	-7,10
1993 Promedio	404,17	-	11,5 (2)	430,01	-	10,2 (2)	-6,01
1994 Promedio	420,18	-	4,0 (2)	454,79	-	5,8 (2)	-7,61
1995 Promedio	396,77	-	-5,6 (2)	413,08	-	-9,2 (2)	-3,95
1996 Promedio	412,27	-	3,9 (2)	450,91	-	9,2 (2)	-8,57
1996							
Enero	408,53	-0,1	-0,1	439,87	1,2	1,2	-7,13
Febrero	410,97	0,6	0,5	440,00	0,0	1,2	-6,60
Marzo	411,55	0,1	0,6	441,27	0,3	1,5	-6,74
Abril	408,42	-0,8	-0,1	445,79	1,0	2,5	-8,38
Mayo	406,23	-0,5	-0,7	449,62	0,9	3,4	-9,65
Junio	409,85	0,9	0,2	454,00	1,0	4,4	-9,73
Julio	410,72	0,2	0,4	453,65	-0,1	4,3	-9,46
Agosto	411,10	0,1	0,5	450,40	-0,7	3,6	-8,73
Septiembre	411,84	0,2	0,7	454,29	0,9	4,5	-9,34
Octubre	415,55	0,9	1,6	459,12	1,1	5,6	-9,49
Noviembre	420,03	1,1	2,7	458,28	-0,2	5,4	-8,35
Diciembre	422,41	0,6	3,3	464,63	1,4	6,8	-9,09
1997							
Enero	423,79	0,3	0,3	464,91	0,1	0,1	-8,84
Febrero	416,19	-1,8	-1,5	460,03	-1,0	-1,0	-9,53
Marzo	414,05	-0,5	-2,0	461,74	0,4	-0,6	-10,33
Abril	417,58	0,9	-1,1	464,22	0,5	-0,1	-10,05
Mayo	418,61	0,2	-0,9	462,51	-0,4	-0,5	-9,49
Junio	417,42	-0,3	-1,2	462,08	-0,1	-0,5	-9,67
Julio	416,61	-0,2	-1,4	463,89	0,4	-0,2	-10,19

(1) Variación respecto de diciembre.

(2) Variación media anual.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 19

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

(Variaciones nominales porcentuales)

Fecha	Mes				Año (1)				12 Meses			
	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7
1996												
Enero	2,7	-1,6	3,9	2,0	2,7	-1,6	3,9	2,0	21,8	16,0	20,0	22,3
Febrero	0,7	2,8	-1,9	1,4	3,4	1,1	2,0	3,4	19,4	15,3	17,3	22,0
Marzo	-2,9	-1,0	-0,7	1,8	0,4	0,1	1,2	5,3	19,0	15,3	16,6	22,1
Abril	2,4	-0,7	0,4	0,8	2,8	-0,5	1,6	6,2	17,5	15,0	17,4	21,8
Mayo	1,0	0,3	-0,5	0,7	3,8	-0,2	1,1	6,9	18,7	16,6	14,7	20,5
Junio	-0,9	0,6	1,3	3,0	2,9	0,4	2,4	10,1	20,6	14,9	15,0	22,0
Julio	1,4	-2,3	-3,2	2,3	4,4	-1,9	-0,9	12,7	20,3	15,0	15,2	23,5
Agosto	-5,3	-1,2	0,3	1,9	-1,2	-3,1	-0,6	14,8	14,4	15,9	17,1	24,1
Septiembre	8,4	6,2	4,0	0,9	7,1	2,9	3,3	15,9	20,3	14,7	16,9	22,6
Octubre	-3,8	-2,8	-1,5	1,1	3,1	0,1	1,7	17,2	11,3	14,1	15,6	22,9
Noviembre	2,6	0,6	2,7	1,2	5,8	0,6	4,5	18,6	16,5	13,5	16,9	20,5
Diciembre	9,5	11,6	8,1	1,9	15,8	12,3	13,0	20,8	15,8	12,3	13,0	20,8
1997												
Enero	0,7	-1,3	4,7	2,3	0,7	-1,3	4,7	2,3	13,6	12,6	13,8	21,1
Febrero (2)	2,9	2,0	-1,6	1,4	3,6	0,7	3,0	3,7	16,1	11,8	14,1	21,1
Marzo (2)	-4,0	-0,9	-0,4	1,6	-0,6	-0,2	2,6	5,3	14,7	12,0	14,4	20,8
Abril (2)	1,3	-0,8	0,7	2,0	0,6	-1,0	3,3	7,5	13,5	11,8	14,8	22,3
Mayo (2)	0,8	1,1	0,6	1,1	1,5	0,1	3,9	8,6	13,2	12,6	16,1	22,8
Junio (2)	1,6	2,3	2,3	2,0	3,1	2,4	6,3	10,7	16,0	14,5	17,3	21,5
Julio (2)	0,4	-1,0	-1,3	0,5	3,4	1,4	4,9	11,3	14,8	16,0	19,6	19,4

E : Emisión.

C : Circulante.

M1A : Circulante + Cuentas corrientes y otros depósitos a la 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 + Pagars 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.

(1) Acumulado en el año respecto de diciembre del año anterior.

(2) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 20

TASAS DE INTERÉS DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL (1)

Fecha	PDBC		PRBC (2)	PRC (2)				
	42 días (3)	90 días (4)	90 días	8 años	10 años	12 años	14 años	20 años
1996								
Enero	-	-	6,89	6,50	6,51	6,49	6,48	6,36
Febrero	-	-	6,79	6,43	6,44	6,41	6,41	6,26
Marzo	-	-	6,67	6,50	6,50	6,47	6,45	6,31
Abril	-	-	7,22	6,62	6,61	6,60	6,57	6,38
Mayo	-	-	7,46	6,45	6,47	6,43	6,42	6,29
Junio	-	-	7,51	6,41	6,42	6,39	6,38	6,20
Julio	-	-	7,46	6,25	6,24	6,20	6,18	6,03
Agosto	-	-	7,41	6,21	6,21	6,18	6,14	5,99
Septiembre	-	-	7,46	6,18	6,18	6,14	6,09	5,95
Octubre	-	-	7,43	6,10	6,09	6,05	6,00	5,83
Noviembre	-	-	7,41	6,08	6,08	6,04	5,99	5,82
Diciembre	-	-	7,29	6,08	6,09	6,05	6,01	5,85
Promedio	-	-	7,25	6,32	6,32	6,29	6,26	6,11
1997								
Enero	-	-	7,34	6,11	6,13	6,11	6,05	5,86
Febrero	-	-	7,14	6,19	6,22	6,21	6,16	5,95
Marzo	-	-	6,94	6,18	6,19	6,17	6,16	5,98
Abril	-	-	6,88	6,22	6,23	6,22	6,20	6,05
Mayo	-	-	6,85	6,30	6,30	6,30	6,29	6,14
Junio	-	-	6,72	6,36	6,35	6,34	6,34	6,16
Julio	0,87	12,54	6,70	6,49	6,50	6,49	6,49	6,34
Promedio (5)	0,87	12,54	6,94	6,26	6,27	6,26	6,24	6,07

(1) Corresponde a la tasa promedio ponderado del mes de los pagarés vendidos bajo la modalidad de licitación.

(2) Tasas anualizadas sobre UF.

(3) Tasas nominales con base mensual.

(4) Tasas nominales con base anual.

(5) Corresponde al promedio enero-julio.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 21

TASAS DE INTERÉS REAJUSTABLES DEL SISTEMA FINANCIERO DE 90 A 365 DÍAS
(Promedios mensuales)

Fecha	Captación	Colocación	Margen
1991 Promedio	5,43	8,48	3,05
1992 Promedio	5,25	8,14	2,89
1993 Promedio	6,41	9,23	2,82
1994 Promedio	6,38	9,27	2,89
1995 Promedio	5,85	8,53	2,68
1996 Promedio	6,94	9,33	2,39
1997 Promedio (*)	6,57	8,92	2,35
1996			
Enero	6,77	9,19	2,42
Febrero	6,60	9,11	2,51
Marzo	6,59	9,00	2,41
Abril	6,93	9,40	2,47
Mayo	7,20	9,58	2,38
Junio	7,19	9,64	2,45
Julio	7,09	9,53	2,44
Agosto	7,01	9,33	2,32
Septiembre	7,03	9,37	2,34
Octubre	7,06	9,46	2,40
Noviembre	7,01	9,25	2,24
Diciembre	6,83	9,16	2,33
1997			
Enero	6,92	9,21	2,29
Febrero	6,78	9,02	2,24
Marzo	6,62	9,05	2,43
Abril	6,47	8,89	2,42
Mayo	6,49	8,89	2,40
Junio	6,34	8,68	2,34
Julio	6,38	8,72	2,34

(*) Promedio a julio.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 22

ORIGEN Y DESTINO DE LAS VARIACIONES DE LA EMISIÓN (1)

(Miles de millones de pesos)

Especificación	1996	1997							
	Ene.-Jul.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ene.-Jul.
I. FISCO (2)	-53	-46	1	1	-36	96	-19	10	7
II. SECTOR FINANCIERO Y RESTO SECTOR PÚBLICO	-2	3	-15	145	-113	10	-73	25	-17
1. Compras netas de moneda extranjera	344	157	88	70	72	53	82	80	602
2. Crédito en moneda nacional	-346	-154	-102	75	-185	-43	-155	-55	-619
III. EMISIÓN	-55	-43	-14	146	-149	106	-92	35	-11
- Circulante	-100	-4	7	-44	17	52	1	-36	-8
- Encaje	45	-39	-21	190	-166	54	-93	71	-3

(1) Calculadas como diferencias de saldos mensuales.

(2) Incluye operaciones de cambio del Banco Central con Tesorería y movimientos de la cuenta corriente del Fisco en el Banco Central.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 23

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

(Promedios mensuales)

Fecha	MONEDA NACIONAL (1) (Miles de millones de \$)										MONEDA EXTRANJERA (2) (Millones de US\$)										TOTAL (3) (Miles de millones de \$)		
	% Var. nom.		% Var. real		% Var. nom.		% Var. real		% Var. nom.		% Var. real		% Var. nom.		% Var. real		% Var. nom.		% Var. real		Total	% Var. nom.	% Var. real
	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms	mes	12 ms			
Effectivas (4)					Hipotecarias				Total				Effectivas				US\$		US\$				
Enero	9.024	2,3	24,9	2,2	15,5	2.840	1,5	37,1	1,3	26,8	11.864	2,1	27,6	1,9	18,1	4.408	-1,2	-2,9	15,7	7,0	13.659	25,9	16,5
Febrero	9.123	1,1	25,3	0,8	16,0	2.896	2,0	35,6	1,7	25,5	12.019	1,3	27,6	1,0	18,2	4.441	0,7	2,1	19,7	10,8	13.852	26,5	17,2
Marzo	9.249	1,4	25,7	1,0	16,6	2.953	2,0	34,6	1,6	24,9	12.202	1,5	27,7	1,2	18,5	4.443	0,0	0,0	19,8	11,2	14.035	26,6	17,5
Abril	9.360	1,2	24,8	0,7	15,8	3.035	2,8	35,1	2,2	25,3	12.395	1,6	27,2	1,0	18,0	4.330	-2,5	-2,7	19,8	11,1	14.178	26,2	17,1
Mayo	9.526	1,8	24,5	1,0	15,3	3.094	1,9	35,2	1,2	25,2	12.620	1,8	27,0	1,0	17,6	4.335	0,1	-1,1	21,9	12,9	14.383	26,3	17,0
Junio	9.634	1,1	26,3	0,2	16,5	3.167	2,3	33,8	1,4	23,5	12.801	1,4	28,0	0,5	18,2	4.331	-0,1	0,1	21,7	12,3	14.567	27,2	17,4
Julio	9.767	1,4	26,8	0,7	17,0	3.230	2,0	33,6	1,3	23,2	12.998	1,5	28,4	0,8	18,5	4.289	-1,0	-0,5	18,1	8,9	14.755	27,1	17,3
Agosto	9.950	1,9	27,1	1,5	17,6	3.306	2,3	33,3	2,0	23,4	13.256	2,0	28,6	1,6	19,0	4.266	-0,5	-0,3	9,9	1,8	15.009	26,1	16,7
Septiembre	10.080	1,3	24,5	1,0	16,0	3.371	2,0	32,0	1,6	22,9	13.451	1,5	26,3	1,1	17,7	4.315	1,1	1,2	5,3	-1,9	15.224	23,4	15,0
Octubre	10.263	1,8	23,6	1,4	16,2	3.451	2,3	31,0	1,9	23,1	13.714	2,0	25,4	1,5	17,9	4.402	2,0	2,5	3,5	-2,7	15.532	22,4	15,0
Noviembre	10.433	1,7	23,0	1,1	15,7	3.535	2,5	30,1	1,9	22,4	13.968	1,9	24,7	1,3	17,4	4.448	1,1	2,9	0,2	-5,7	15.839	21,2	14,1
Diciembre	10.748	3,0	21,9	2,4	14,7	3.619	2,4	29,3	1,7	21,7	14.366	2,9	23,7	2,2	16,4	4.435	-0,3	-0,3	0,9	-5,0	16.232	20,5	13,5
1997																							
Enero (5)	10.795	0,4	19,6	0,0	12,3	3.664	1,3	29,0	0,8	21,2	14.459	0,6	21,9	0,2	14,4	4.291	-3,3	-1,1	2,8	-3,5	16.304	19,4	12,1
Febrero (5)	10.818	0,2	18,6	-0,2	11,2	3.761	2,6	29,9	2,2	21,8	14.580	0,8	21,3	0,4	13,8	4.222	-1,6	-4,0	-3,4	-9,4	16.351	18,0	10,7
Marzo (5)	11.100	2,6	20,0	2,0	12,3	3.835	2,0	29,9	1,4	21,5	14.935	2,4	22,4	1,8	14,5	4.172	-1,2	-2,8	-6,1	-12,1	16.656	18,7	11,0
Abril (5)	11.255	1,4	20,2	0,7	12,4	3.929	2,4	29,4	1,8	21,0	15.184	1,7	22,5	1,0	14,5	4.119	-1,3	-0,7	-4,2	-10,4	16.893	19,1	11,4
Mayo (5)	11.509	2,3	20,8	1,9	13,4	3.987	1,5	28,9	1,1	21,0	15.496	2,1	22,8	1,7	15,3	4.048	-1,7	-0,8	-3,9	-9,7	17.192	19,5	12,2
Junio (5)	11.521	0,1	19,6	-0,2	13,0	4.048	1,5	27,8	1,2	20,8	15.569	0,5	21,6	0,2	14,9	4.039	-0,2	-0,2	-4,1	-9,4	17.261	18,5	12,0
Julio (5)	11.610	0,8	18,9	0,6	12,9	4.115	1,7	27,4	1,5	21,0	15.725	1,0	21,0	0,8	14,9	4.079	1,0	0,3	-3,4	-8,3	17.423	18,1	12,1

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

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

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

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

(5) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 24

FLUJOS DE CAJA DEL BANCO CENTRAL (1)
(Miles de millones de pesos)

Especificación	1994 Dic.	1995 Dic.	1996 Dic.	1997 Jun.	1997 Dic. (2)	1998 Dic. (2)
I. ACTIVOS	49	-103	-573	-23	97	107
1. Reservas Internacionales Netas (RIN)	1.177	152	247	956	1.314	871
2. Activos Domésticos Netos (ADN)	-1.128	-255	-820	-979	-1.217	-764
2.1 Pagarés	-438	193	-89	-504	-201	35
2.2 Resto	-689	-449	-731	-475	-1.016	-799
II. PASIVOS	49	-103	-573	-23	97	107
1. Pasivos Externos de Mediano y Largo Plazo (PEMLP)	-35	-221	-647	0	-1	0
2. Circulante (C)	84	118	74	-23	98	107

(1) Corresponden a variaciones respecto a diciembre del año anterior.

(2) Estimación preliminar.

Memorándum:

$$\Delta \text{ Activos} = \Delta \text{ Pasivos}$$

$$\Delta \text{ RIN} + \Delta \text{ ADN} = \Delta \text{ PEMLP} + \Delta \text{ C}$$

donde el símbolo " Δ " representa variaciones asociadas a los flujos de caja de las respectivas variables.

Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE

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