BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1993 Y PERSPECTIVAS PARA 1994

Septiembre 1993

BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCION DE LA ECONOMIA EN 1993 Y PERSPECTIVAS PARA 1994*

Septiembre 1993

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

INDICE

página

PRIMERA PARTE: Evolución de la Economía Chilena en 1993 5

I. Marco general 7
II. Política monetaria 10
II.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés 10
II.2 La evolución de los agregados monetarios 14
III. La política y la institucionalidad cambiarias 18
III.1 La política cambiaria 18
III.2 La normativa cambiaria 23
IV. Actividad económica, gasto global y empleo 25
V. Inflación y remuneraciones 30
VI. El sector externo 34
VI.1 La cuenta corriente 34
VI.2 La cuenta de capital 38
VI.3 Reservas internacionales 40
VI.4 Deuda externa 40
VII. Perspectivas para el resto de 1993 41

SEGUNDA PARTE: Perspectivas y Proyecciones Macroeconómicas para 1994 45

I. Perspectivas macroeconómicas para 1994 47
II. El programa monetario y el balance del Banco Central 50
II.1 El programa monetario 50
II.2 El balance del Banco Central 51
II.2.1 Presupuesto de caja 51
II.2.2 Balance del Banco Central 53

GRAFICOS Y CUADROS

A. Gráficos
1. Tasas de interés medias: mercado y Banco Central 11

página

2. Tasas de interés de 90 a 365 días en operaciones reajustables 12
3. Estructura de las tasas de interés reales (PRBC y PRC) 14
4. Dinero privado (M1A) 15
5. Colocaciones del sistema financiero 17
6. Valores del dólar 20
7. Tipo de cambio real efectivo sin América Latina 21
8. Tipo de cambio real 22
9. Tasa de crecimiento del PIB trimestral 25
10. Crecimiento anualizado del producto desestacionalizado 26
11. Indice de precios al consumidor 30
12. Importaciones de bienes FOB 36

B. Cuadros

1. Tasa de interés de los instrumentos del Banco Central 57
2. Tasas de interés reajustables de 90 a 365 días 58
3. Principales agregados monetarios 59
4. Colocaciones del sistema financiero 60
5. Tipo de cambio observado real 61
6. Producto interno bruto trimestral 62
7. Evolución sectorial del producto interno bruto trimestral 63
8. Gasto del producto interno bruto 64
9. Empleo y desocupación en todo el país 65
10. Indices de precios 66
11. Reajuste inicial real convenido en negociaciones colectivas 67
12. Indice general de remuneraciones 68
13. Balanza de pagos 69
14. Balanza comercial 70
15. Exportaciones de bienes 71
16. Exportaciones no tradicionales 72
17. Reservas internacionales brutas del Banco Central 73
18. Deuda externa 74
19. Proyecciones macroeconómicas para 1993 y 1994 75
20. Balanza de pagos: proyección 76
21. Balance patrimonial del Banco Central 77

PRIMERA PARTE

Evolución de la Economía Chilena en 1993

PRIMERA PARTE

EVOLUCION DE LA ECONOMIA CHILENA EN 1993

I. MARCO GENERAL

La evolución de la economía durante el año en curso ha sido satisfactoria. En efecto, se proyecta un crecimiento del producto para el año en torno a 5,6%, un superávit de la balanza de pagos de alrededor de US$ 800 millones, una inflación en el rango programado, es decir, entre 10% y 12%, y una tasa de desempleo del orden de 4,5%. La inversión continuará liderando el crecimiento, aunque se prevé también una importante expansión de las exportaciones no tradicionales y del consumo privado. Así, se estima que la formación bruta de capital crecerá en alrededor de 15%, las exportaciones no tradicionales aumentarán, en volumen físico, en torno a 8% y el consumo privado se expandirá en algo menos de 7%.

Los resultados anteriores son especialmente significativos si se considera que se materializarán en un año en que la evolución de la economía internacional ha implicado un fuerte shock negativo sobre el comercio externo de Chile. En efecto, los precios de los principales productos de exportación han sufrido los rigores de la recesión que afecta a la mayor parte de las economías industrializadas, y algunos rubros de exportación han debido enfrentar nuevas restricciones en sus mercados de destino. Se estima que durante 1993 se producirá una pérdida por deterioro de los términos de intercambio, en relación a 1992, de alrededor de 2% del PIB, lo que equivale aproximadamente a US$ 800 millones. Adicionalmente, se estima que el déficit de la balanza comercial durante 1993 será de ese mismo orden de magnitud. La economía nacional, no obstante, ha venido sorteando con éxito este escenario externo desfavorable y mantiene su senda de crecimiento. Cabe recordar que una constante en nuestra historia económica ha sido que las recesiones internacionales han causado grandes contracciones de la actividad interna. En este caso no ha sido así, y la razón fundamental es que se cuenta con una posición interna y externa sólida –con un mayor nivel de ahorro interno, una diversificada estructura de las exportaciones y adecuados niveles de reservas internacionales así como de acceso a los mercados financieros internacionales– lo que fundamenta la capacidad de la economía chilena de hacer frente a los avatares de la economía internacional.

Para 1994 se proyecta un crecimiento económico más moderado, entre 4% y 5%, el que continuaría siendo liderado por la inversión y las exportaciones no tradicionales. Es necesario destacar que esta tasa de crecimiento, si bien algo inferior a la que se estima como la tendencia potencial de la economía chilena de mediano plazo, es muy positiva si se considera que se producirá luego de tres años de un crecimiento promedio del PIB superior al 7% anual y, además, en el contexto del mencionado deterioro de los términos de intercambio. El Banco Central continuará orientando su política monetaria y crediticia a facilitar un crecimiento del producto sostenible en el tiempo y coherente con una reducción gradual de la inflación. Así, dadas las consideraciones anteriores, resulta prudente plantear un ritmo de crecimiento del PIB algo más modesto, en orden a minimizar riesgos inflacionarios o de un mayor deterioro de las cuentas externas.

En cuanto a la situación externa, si bien se espera que la economía mundial comience a repuntar en 1994, no se prevé que esto vaya acompañado de una pronta recuperación de los precios de los principales productos de exportación chilenos. Probablemente, tales precios empezarían a subir recién hacia 1995. Por esto, se presume un déficit de la balanza comercial para 1994 algo superior al de 1993, y un mayor déficit en cuenta corriente debido al deterioro comercial y a un incremento esperado en la remesa de utilidades al exterior. Si bien estos déficit en cuenta corriente son superiores al rango de 3% a 4% del PIB, que se estima como de equilibrio de mediano y largo plazo, no debería preocupar que, por razones extraordinarias y transitorias, tal déficit fuese algo mayor durante uno o dos años. Lo importante es que en el promedio de mediano plazo el déficit de cuenta corriente se ubique en el rango señalado. A este respecto debe recordarse que en 1991 y 1992 el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos fue muy inferior al 4% del PIB, alcanzando, en el promedio de ese bienio, un nivel cercano a un punto del PIB.

En cuanto a la deuda interna del Instituto Emisor –representada fundamentalmente por los pagarés de diversos plazos vendidos en el mercado financiero nacional– para 1993 se prevé una mantención de su stock real, quebrando de esta forma la tendencia de los últimos años, así como un aumento del plazo medio de vencimiento de la misma. Cabe señalar que se ha continuado dando una mayor gravitación al mercado en la determinación de la curva de rendimiento de los distintos instrumentos de renta fija emitidos por el Banco Central.

Para 1994 se proyecta una inflación entre 9% y 11%. Esto significa un nuevo avance en la política antiinflacionaria en la cual está empeñado el Banco Central. Esta tarea no será fácil el próximo año, tal como no lo ha sido en 1993. De allí que el Instituto Emisor considere prudente una reducción que, pudiendo parecer modesta, permita seguir exitosamente en la senda de disminuciones graduales, pero sostenidas de la inflación. Por cierto, el proceso de estabilización de precios se hará más eficiente y menos costoso en la medida que se logre la concurrencia tanto del sector público como del privado al logro de este objetivo. En efecto, el financiamiento sano del gasto público, la moderación de su incremento, así como el menor aumento del gasto privado, son elementos deseables y complementarios de la política monetaria en la lucha contra la inflación.

Por otra parte, el Banco Central sigue viendo con preocupación el resurgimiento de presiones proteccionistas internas, las que de materializarse se constituirían en un obstáculo a la lucha en contra de la inflación. Es necesario enfatizar también la mayor facilidad para la reducción inflacionaria que derivaría de una creciente tendencia de quienes determinan precios y negocian salarios a considerar la menor inflación futura, y no sólo la pretérita, en sus conductas. Cabe recordar que la forma más eficiente de incremento de los ingresos reales es, precisamente, la reducción de la inflación.

No obstante lo anterior, e independientemente de la cooperación del resto de los agentes económicos, el Banco Central, como lo ha venido haciendo hasta la fecha, persistirá firmemente en su objetivo antiinflacionario.

En materia cambiaria, la política del Banco Central continuará siendo la de mantener un tipo de cambio real en un rango coherente con el equilibrio externo de la economía en el mediano plazo. La política cambiaria, en consecuencia, no está motivada por consideraciones de carácter antiinflacionario y el Banco Central reitera que no se ha usado ni se usará en base a dichas consideraciones. La prueba más concluyente de lo anterior es el incremento que ha mostrado el tipo de cambio real durante el primer semestre de este año. En efecto, entre diciembre de 1992 y junio de 1993 dicha variable ha subido en 4%. Este hecho también confirma que las intervenciones cambiarias del Banco Central al interior de la banda de fluctuación se han utilizado con el objetivo de evitar una volatilidad extrema del tipo de cambio, y en ningún caso para modificar las tendencias del mercado.

En cuanto a la apertura financiera externa, el Banco Central ha continuado facilitando la inserción de la economía chilena en el mercado internacional de capitales. En efecto, durante 1993 se continuó con la política de liberalización gradual de la cuenta de capitales. A futuro se seguirán dando los pasos necesarios en esa dirección, en la medida que la oportunidad y la conveniencia así lo indiquen.

II. POLITICA MONETARIA

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

Durante los últimos años, el Banco Central ha utilizado como principal instrumento de política monetaria la tasa de interés pagada por los instrumentos financieros de corto plazo –Pagarés Descontables del Banco Central (PDBC) y Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) a 30 y 90 días, respectivamente– que ofrece por ventanilla, quedando las cantidades vendidas determinadas por las condiciones de demanda del mercado. El nivel de estas tasas, que influencian significativamente a las tasas de interés de mercado, se selecciona buscando adecuar el crecimiento del gasto agregado a un ritmo compatible con la expansión no inflacionaria de la capacidad productiva y el uso prudente de ahorro externo. En este contexto, los agregados monetarios tienden a ajustarse pasivamente a la demanda de dinero del público, que decide la composición de su portafolio considerando los saldos monetarios como una variable dentro de este proceso.

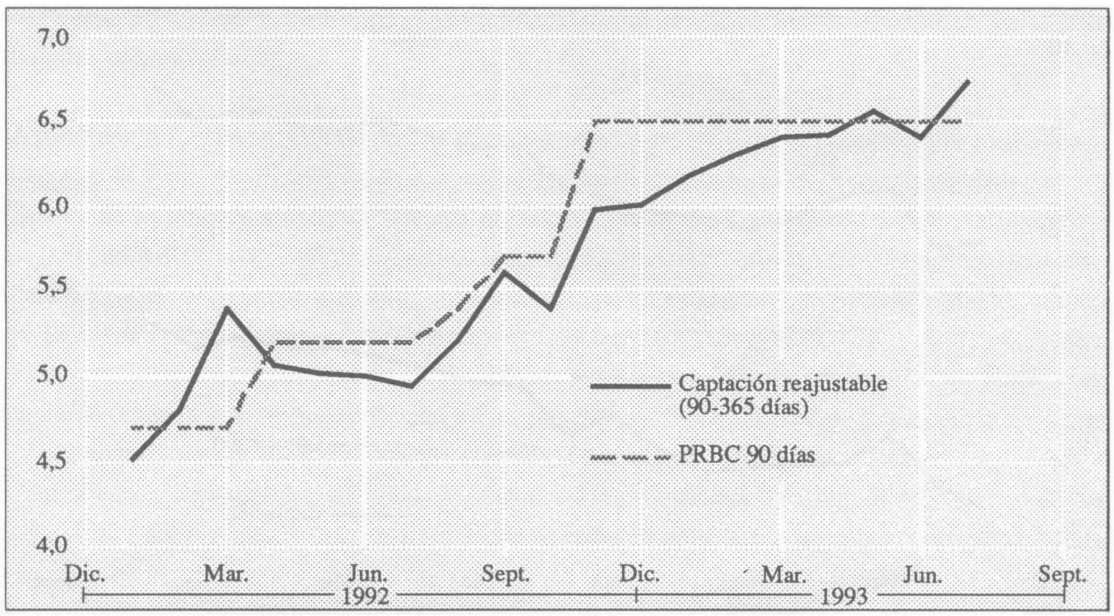
El control de la expansión del gasto agregado se inscribe en el propósito fundamental de reducción de la tasa de inflación que persigue el Instituto Emisor. El logro del objetivo antiinflacionario se favorece, además, por el cumplimiento sostenido de las metas planteadas en el pasado, lo que fomenta la credibilidad de las políticas en vigencia, y colabora en la creación de las condiciones necesarias para una desindexación voluntaria paulatina. Los mecanismos generalizados de indexación de los contratos dificultan y pueden demorar el proceso de reducción de la inflación, debido a la inercia inflacionaria generada por la encadenación de los ajustes de precios e inflación pasada, a la vez que la tasa de inflación se torna más vulnerable a choques de costos y/o demanda.

Durante 1993, el Instituto Emisor no ha modificado la tasa de interés pagada por sus pagarés reajustables de corto plazo (PRBC a 90 días), manteniéndose ella en el mismo nivel desde el 2 de noviembre de 1992, cuando dicha tasa fue aumentada desde 5,7% a 6,5% real anual (Cuadro 1). Sin embargo, y tal como se esperaba, el efecto de esta última alza se ha hecho sentir con mayor intensidad durante 1993, apreciándose una desaceleración del gasto agregado y de la actividad económica, particularmente en el segundo trimestre del año. Este resultado fue buscado con el objeto de prevenir eventuales presiones inflacionarias, y se obtuvo con la colaboración de un prudente manejo de la política fiscal, que también ha contribuido a la desaceleración de la inflación y con ello al logro de la meta esperada para 1993.

Las tasas de interés de mercado han mostrado una leve tendencia al alza durante el primer semestre de este año, tal como se ilustra con la evolución de la tasa de captación reajustable entre 90 y 365 días (Cuadro

Gráfico 1

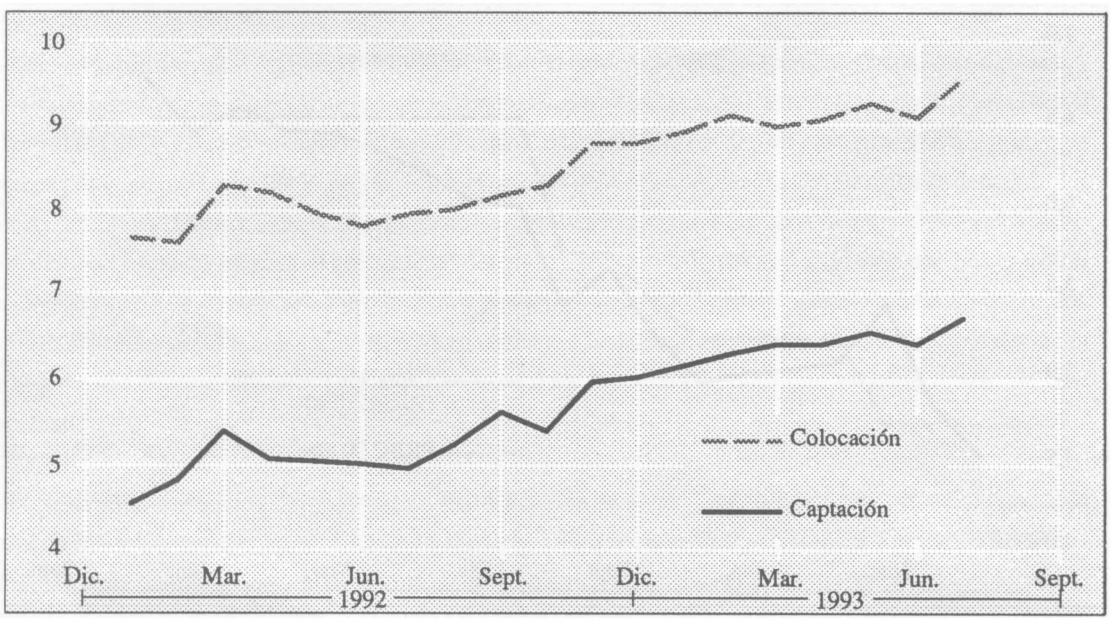
TASAS DE INTERES MEDIAS: MERCADO Y BANCO CENTRAL
(Porcentaje)



2 y Gráfico 1). Para períodos largos de tiempo, la variación de la tasa de mercado, para captaciones reajustables de 90 a 360 días plazo, ha seguido la variación de la tasa del PRBC; por ejemplo, entre junio de 1992 y junio de 1993 ambas tasas aumentaron en alrededor de 1,4 puntos porcentuales en base anual. En períodos más cortos, sin embargo, la relación entre ambas tasas suele estar influida por otros factores. Así, por ejemplo, la evolución de la tasa de mercado se explica, en parte, por el efecto rezagado del aumento de la tasa de los PRBC a comienzos de noviembre. De otro lado, durante los primeros meses del año predominó en el mercado la percepción -que se probaría errónea- de que el nivel de gasto no daba muestras de desaceleración, lo que obligaría eventualmente al Banco Central a una nueva alza en la tasa de interés de los PRBC. Asimismo, durante el primer semestre hubo una situación de liquidez menos holgada que la de los años previos, lo que pudo haber contribuido a una leve presión al alza en las tasas de interés de mercado de corto plazo. La menor liquidez ha sido consecuencia tanto de la desconcentración de los vencimientos de la deuda interna del Banco Central en el corto plazo, como de la interrupción del sustancial influjo de liquidez que el Banco Central inyectaba al mercado a través de operaciones de cambio, situación esta última que se explica por la modificación en las expectativas cambiarias que se verificó hacia mediados del primer trimestre. Si bien menos profusa que en años previos, la provisión de

Gráfico 2

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



liquidez en ningún caso ha llegado a ser restrictiva, por lo que si en algún momento la presión sobre las tasas de interés fue más fuerte que lo habitual, esto se debió a que los agentes financieros no manejaron con la prudencia adecuada sus requerimientos de liquidez. Por último, cabe destacar, además de su efecto sobre las operaciones de cambio, que el vuelco en la percepción sobre la fortaleza relativa del dólar tendió a elevar las tasas ofrecidas en Unidades de Fomento (UF), a la vez que a deprimir las tasas de captación en dólares.

Entre enero y junio de 1993 la tasa de captación reajustable promedio del sistema financiero subió desde 6,2% a 6,4%, y en julio fue de 6,7%, mientras que la tasa de los PRBC a 90 días no registró variación. La consiguiente elevación en el costo de fondos para los bancos no se transmitió íntegramente, sin embargo, a los usuarios de crédito. En el mismo período el spread entre las tasas de interés de captación y colocación en UF del sistema financiero privado para operaciones entre 90 y 365 días aumentó desde 2,8% en enero a 2,9% en julio de 1993. En promedio, en lo transcurrido de 1993 este spread ha fluctuado en torno a 2,7 puntos porcentuales, el más bajo registrado desde 1989, aunque la caída ha sido leve en relación a los 2,9 puntos porcentuales observados en el año anterior (Cuadro 2 y Gráfico 2).

Sin perjuicio de la responsabilidad que le cabe al sistema financiero en el manejo prudente de su liquidez, a fines de julio de 1993 el Banco Central tomó medidas destinadas a contar con herramientas adicionales para enfrentar eventuales problemas de iliquidez si las circunstancias así lo aconsejaran. La principal de estas medidas consistió en permitir la compra de pagarés, por parte del Instituto Emisor, con un pacto de retrocompra a favor de la institución que lo poseía originalmente, lo que permite flexibilizar la oferta de liquidez de corto plazo.

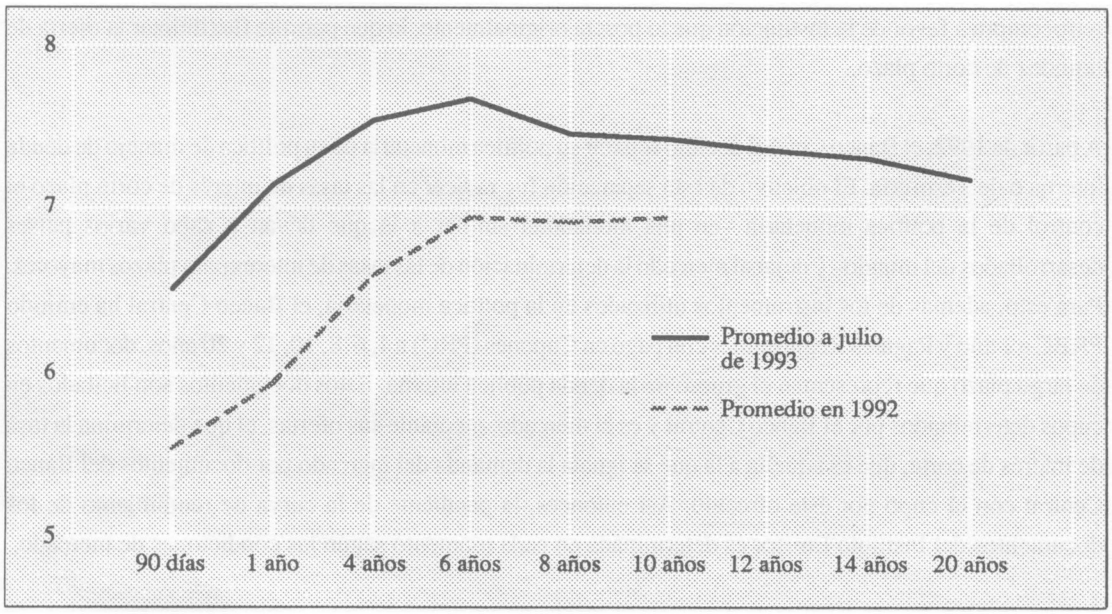
A partir de 1992, el Banco Central decidió separar su política monetaria de su política de manejo de deuda interna o de Tesorería. El objetivo de esta separación fue radicar en las tasas de interés de corto plazo el control de la política monetaria –en una modalidad similar a la que llevan a cabo varios países desarrollados del mundo– y dejar al mercado la determinación de las tasas de interés para plazos mayores. Para esto, además de los instrumentos utilizados en la política monetaria, el Banco Central ha emitido PRBC a 1 año y Pagarés Reajustables con pago en Cupones (PRC) a 4, 6, 8, 10, 12 y 20 años, documentos de largo plazo que representan el grueso de la deuda pública interna. Estos documentos son licitados en cupos determinados por el Banco Central y es el mercado, mediante sus ofertas, el que determina la tasa de interés de corte, que es aquella a la que se iguala la demanda del mercado por documentos del Banco Central con el cupo por éste ofrecido. Así entonces, la pendiente de la curva de rendimiento de los documentos del Instituto Emisor es determinada en cada momento según las condiciones de mercado.

Los cupos, anteriormente fijados en 300 mil UF por licitación para PRC a 4, 6, 8 y 10 años, y de 350 mil UF por licitación para los PRBC a 1 año, fueron modificados a mediados de febrero de 1993. A partir de esa fecha se comenzó a licitar cupos de 200 mil UF para PRC a 12, 14 y 20 años, y se descontinuó la licitación de PRC a 6 años (Cuadro 1 y Gráfico 3). El objetivo de esta medida ha sido facilitar la administración de pasivos mediante la desconcentración de los vencimientos de los distintos documentos y el aumento del plazo medio de la deuda. A mediados de agosto, en atención a la evolución registrada por el perfil en el tiempo de los vencimientos de la deuda interna, se decidió descontinuar la licitación de PRBC a 1 año y reducir el monto total de licitaciones, de modo que en lugar de licitarse 14,8 millones de UF como promedio mensual se licitarán PRC de mediano y largo plazo por 9 millones de UF.

Las tasas vigentes durante lo que va corrido de 1993 para los instrumentos de largo plazo del Banco Central han fluctuado entre 6,8% y 7,7% en términos reales, niveles que si bien son superiores a los de 1992, no son altos desde una perspectiva histórica. La tendencia de las tasas de interés en las licitaciones de PRC del Banco Central durante los primeros siete meses del año ha sido claramente decreciente, y los niveles de junio y julio fueron menores a aquellos observados a fines de 1992. La fluctuación observada en distintos períodos del año en estas tasas de interés se debe a cambios en las expectativas de los agentes económicos, es decir, a cambios en las percepciones del mercado, los que, según los fundamentos de la

Gráfico 3

ESTRUCTURA DE TASAS DE INTERES REALES (PRBC Y PRC)
(Porcentaje anual)



política de deuda interna recién mencionados, es razonable que tengan efectos en las tasas de estos instrumentos.

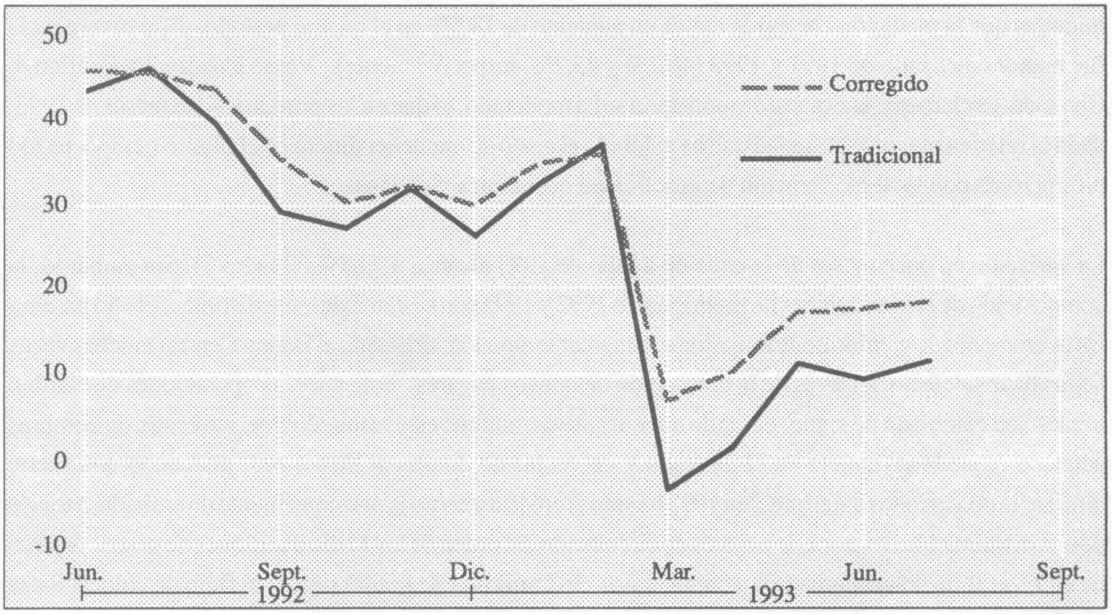
Se estima que, hacia fines de 1993, el stock total de deuda interna será similar al de fines de 1992. Esto se explica porque, a diferencia de años recientes, durante 1993 el Banco Central no ha incrementado sus activos en moneda extranjera con financiamiento proveniente de mayor deuda interna. En efecto, el aumento de dichos activos en 1993 se deberá principalmente al efecto del encaje a los créditos externos (que tiene como contrapartida un pasivo en moneda extranjera que no devenga interés y, por lo tanto, no requiere ser financiado con emisión de nueva deuda) como a un mayor endeudamiento en moneda extranjera con el Fisco.

II.2 La evolución de los agregados monetarios

Con una política monetaria basada en las tasas de interés, como la seguida por el Banco Central de Chile, la evolución de la cantidad nominal de dinero refleja principalmente la trayectoria de la demanda de dinero

Gráfico 4

DINERO PRIVADO (M1A)
(Porcentaje de variación en doce meses)



del sector privado, la que depende fundamentalmente del crecimiento de la economía, de la tasa de interés nominal, de factores estacionales y de ciertas perturbaciones de carácter aleatorio. Un mayor nivel de actividad económica y/o una disminución de la tasa de interés nominal provocan un aumento de la demanda de saldos monetarios reales, lo que se traduce en un incremento en la cantidad real de dinero, principalmente a través de la no renovación de parte de los vencimientos de pagarés de corto plazo del Banco Central y/o de operaciones de cambio de moneda extranjera.

Durante 1993, el menor ritmo de crecimiento del producto –como también el notable aumento que experimentó la cantidad nominal de dinero durante marzo del año pasado, explicado por la variación negativa de la UF entre el 10 de marzo y el 9 de abril de 1992– hacía esperar una disminución de la tasa de crecimiento en doce meses del M1A. Cabe mencionar, sin embargo, que el cómputo tradicional del dinero privado ampliado tiende a subestimar el valor de éste, al restarle a las cuentas corrientes el canje total incluyendo el canje interfinanciero. Esta subestimación del nivel de M1A tiende a sobreestimar la caída de la tasa de crecimiento del dinero en 1993, dado el aumento en el monto de las operaciones interfinancieras registrado durante este año, generado en parte por condiciones de liquidez algo más

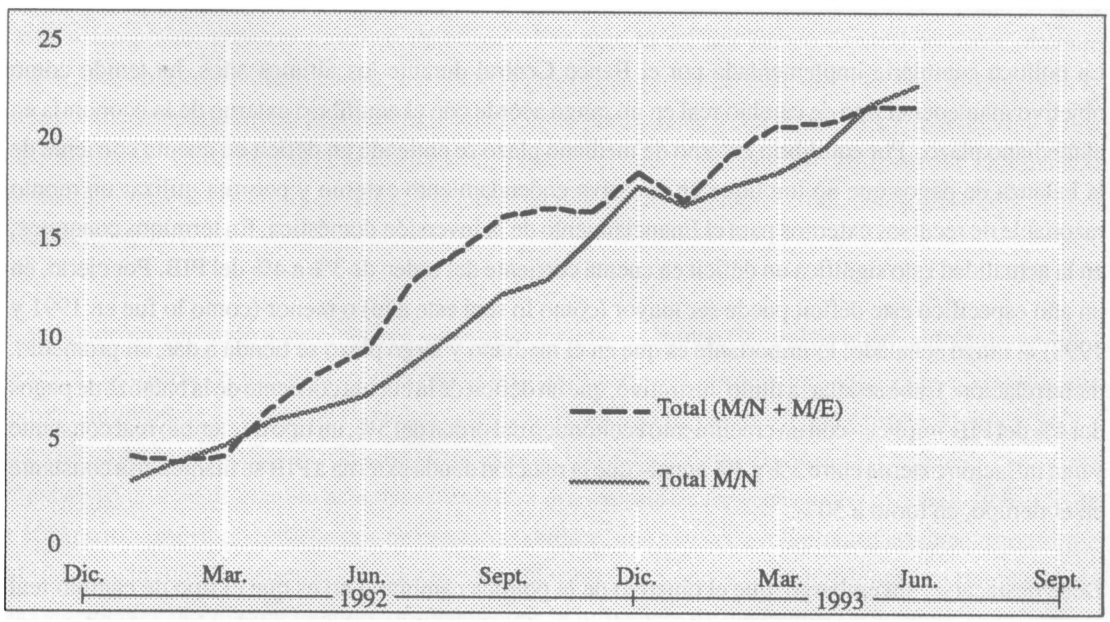
restringidas, como se comentara anteriormente. Por esta razón, resulta interesante observar las variaciones en doce meses de M1A no sólo en base a las cifras computadas por el método tradicional, sino también de acuerdo a las nuevas cifras, que corrigen el problema del canje recién señalado. Según la medición tradicional, la variación nominal en doce meses del dinero privado al mes de julio de 1993 fue de 11,4% mientras que la medición corregida indica un aumento de 18,5% en el mismo período. Esta divergencia fue menor entre julio de 1991 y 1992 (46,2% y 45,7%, respectivamente). Véase Cuadro 3 y Gráfico 4. Con todo, es claro que la expansión monetaria se ha moderado, lo que en los primeros siete meses de 1993, dada la relativa mayor estabilidad que ha exhibido el costo de mantener dinero en el último tiempo, ha ido en sincronía con la desaceleración de la actividad económica y el gasto.

La variación en doce meses de la emisión a julio de 1993 alcanza a 20,5% (Cuadro 3). Sin embargo, la composición de las variaciones de la emisión en 1992 y 1993 son sustancialmente distintas. El año pasado, las operaciones de cambio contribuyeron a aumentar la emisión, debiendo el Banco Central muchas veces neutralizar su efecto a través de la colocación de nuevos pagarés. Este año, las operaciones de cambio totales han cambiado de signo, pasando a ser negativas, aunque este resultado es el agregado de compras netas de moneda extranjera en el mercado y de ventas de divisas al Fisco. Así, marcando una fuerte diferencia con los años anteriores, en 1993 ha sido el crédito interno la principal fuente de emisión, a través de una disminución del stock de pagarés en circulación del orden de los 170 mil millones de pesos. A junio de 1993, el flujo de vencimientos acumulados (4.363 millones de pesos) superó al flujo de colocaciones (4.194 millones de pesos).

Respecto a la evolución del crédito del sistema financiero, cabe mencionar que desde comienzos del año pasado las colocaciones totales venían creciendo fuertemente, reflejando el ritmo de crecimiento del gasto. Así, a junio de 1993 la variación real en 12 meses de las colocaciones totales alcanzó a 21,8%. A partir de entonces, se empezó a evidenciar un estancamiento en su ritmo de crecimiento. La participación de las colocaciones en moneda extranjera en el total de las colocaciones ha tendido a disminuir, dado que su tasa de variación real ha caído desde mediados del año pasado, fecha en que superaba el 30%, a 10,4% en julio de 1993. Esto sería reflejo de la modificación de las expectativas de los agentes económicos respecto a la evolución futura del tipo de cambio, registrada a comienzos de este año. Las colocaciones efectivas en moneda nacional, por su parte, mostraron una elevada tasa de crecimiento anual hasta junio de 1993, fecha a partir de la cual estarían registrando una gradual desaceleración (Cuadro 4 y Gráfico 5).

Gráfico 5

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



III. LA POLITICA Y LA INSTITUCIONALIDAD CAMBIARIAS

III.1 La política cambiaria

La política cambiaria implementada por el Banco Central durante los últimos años, ha tenido como objetivo mantener el tipo de cambio real en un rango acorde con el equilibrio externo de la economía en el mediano plazo. Por equilibrio externo de mediano plazo se entiende un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos que no implique un excesivo endeudamiento externo y permita utilizar un monto razonable de recursos externos para el financiamiento de la inversión doméstica. En términos concretos, en la actualidad esto significa un déficit en cuenta corriente del orden de 3% a 4% del PIB. Por cierto, en un año específico este déficit puede ser mayor (como lo será este año) o menor (como lo fue en 1991 y 1992) al rango señalado; lo importante es que en el mediano y largo plazo se tienda a dar, en promedio, dicha relación. Cabe señalar, a título ilustrativo, que un déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos del 4% del PIB implica –con un crecimiento económico del orden del 5%, un tipo de cambio real constante y una inflación externa entre 2% y 3% anual– que la relación deuda externa a PIB se mantendría constante en el tiempo, en torno a 50%.

Debe destacarse, sin embargo, que el objetivo de la política cambiaria no es que el tipo de cambio real permanezca invariable. Así, por ejemplo, alcanzar un tipo de cambio real competitivo no es simplemente un resultado voluntarista de la política cambiaria, ya que su evolución y tendencia de largo plazo, como la de cualquier otro precio relativo, es afectada significativamente por otros factores, ajenos a la política del Banco Central, tales como los desarrollos de la economía internacional –que afectarán la demanda por nuestros productos– la oferta de financiamiento externo y la competitividad doméstica. Para la autoridad monetaria no es posible, ni adecuado, contravenir sistemática y permanentemente las tendencias que el influjo neto de divisas, como también las cambiantes condiciones del intercambio comercial y la economía internacional, imprimen a esta variable. En particular, el Banco Central no puede ni debe pretender determinar el valor que tomará el tipo de cambio real a través de políticas de tipo de cambio nominal, puesto que si ello no va acompañado de un adecuado control de la demanda agregada, terminará por generar presiones inflacionarias, en especial en un contexto de pleno empleo, en lugar de aumentos duraderos en el tipo de cambio real.

Lo anterior no significa abogar por una total flexibilidad cambiaria, dado que el tipo de cambio suele presentar grandes fluctuaciones y el mercado sobrerreaccionar ante fenómenos transitorios. Estas fluctuaciones pueden tener efectos negativos sobre el nivel de actividad, inversión, flujos de comercio y control de la inflación, por cuanto generan alteraciones de precios internos y un alto grado de

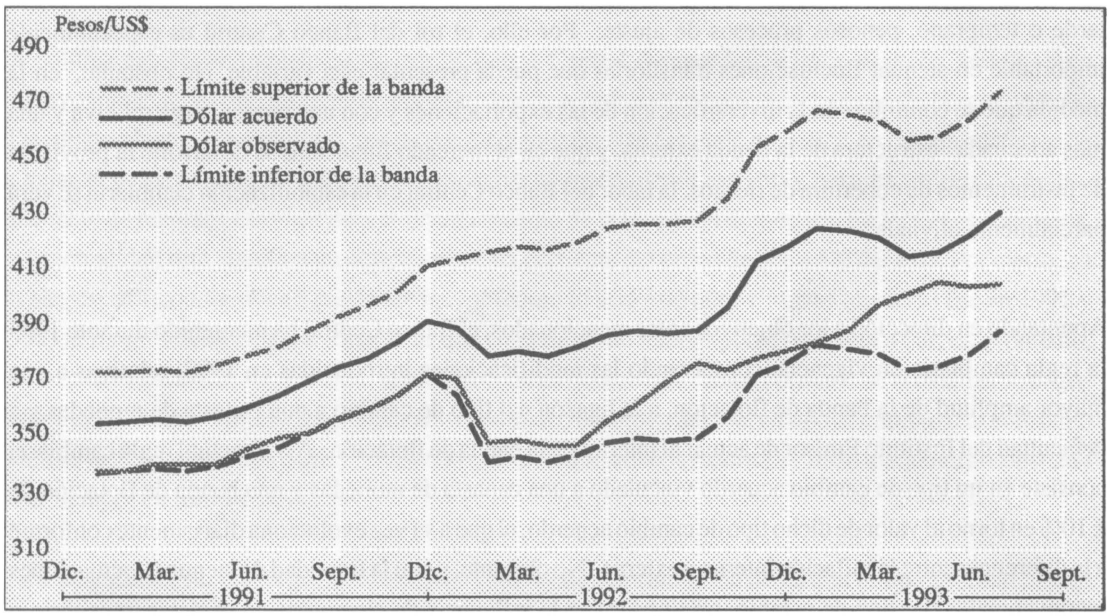
incertidumbre con respecto a este precio relativo clave que es el tipo de cambio real. Adicionalmente, si se producen presiones transitorias relativamente prolongadas, el tipo de cambio, en ausencia de intervenciones del Banco Central, puede permanecer por un período significativo en niveles a la larga insostenibles, produciendo ineficiencias en la asignación de recursos en la economía e, inevitablemente tarde o temprano, penosos procesos de ajuste. Por ello, el rol del Banco Central es especialmente importante en atenuar fluctuaciones transitorias que pueda presentar esta variable. No obstante, en la medida que se continúe con la diversificación de las exportaciones y con una menor carga relativa y una más adecuada estructura de la deuda externa, y que en el mercado financiero se desarrolle la provisión de instrumentos de cobertura de riesgos, la labor del Banco Central en la estabilización cambiaria se verá parcialmente aliviada.

Apuntando en dirección a los objetivos antes mencionados, el Banco Central ha mantenido durante 1993 la regla cambiaria en vigencia, conservando las modificaciones introducidas en 1992, relativas a una mayor amplitud de la banda de flotación, a la ligazón del tipo de cambio a una canasta de monedas y a la facultad del Instituto Emisor de actuar al interior de la banda de flotación. Así, la actual regla cambiaria consiste en un tipo de cambio acuerdo vinculado a una canasta de monedas y una banda de flotación de ± 10% en torno al valor de dicho tipo de cambio acuerdo, el que a su vez evoluciona diariamente conforme a la diferencia entre la inflación interna y externa. No obstante, y con la finalidad de atenuar fluctuaciones inconvenientes del tipo de cambio, originadas por la influencia de elementos de carácter transitorio o especulativo, el Banco Central puede intervenir discrecionalmente al interior de la banda a través del mecanismo denominado "flotación sucia". En relación a este punto, cabe resaltar que la intervención del Banco Central sólo busca suavizar las fluctuaciones de la paridad cambiaria, pero no pretende quebrar tendencias.

En relación a la canasta de monedas es necesario mencionar que, a partir de julio de 1992, y con el objeto de lograr una mayor independencia relativa de la política monetaria, que hasta esa fecha era excesivamente dependiente de la política monetaria de Estados Unidos, se vinculó la cotización del peso chileno al valor de una canasta de monedas integrada en un 50% por el dólar de Estados Unidos, un 30% por el marco alemán y un 20% por el yen japonés. Ello produjo una mayor vinculación de la política monetaria doméstica al conjunto de las políticas monetarias de estos países, independizándola de cada una de ellas en particular, al tiempo que otorgó una mayor estabilidad a la política cambiaria, dada la tendencia observada durante 1992 en la evolución de las tasas de interés de Estados Unidos. La naturaleza de esta regla cambiaria se traduce en que la variación del dólar acuerdo respecto al peso depende, además de la inflación doméstica y de la inflación internacional pertinente para Chile, de la variación que experimenten las paridades de las monedas de los países que conforman la canasta en los mercados internacionales.

Gráfico 6

VALORES DEL DOLAR
(Promedios mensuales nominales)

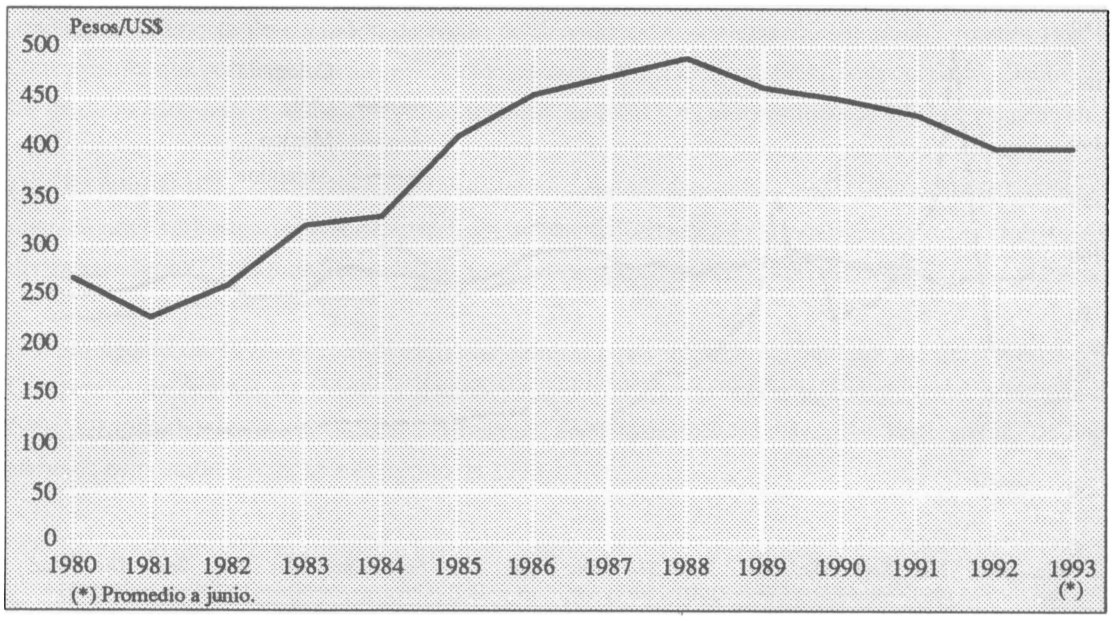


Desde mediados de 1990 y hasta fines de 1991 el valor del tipo de cambio estuvo constantemente cercano al límite inferior de la banda de flotación. Esta situación cambió en 1992 al ubicarse el dólar observado sobre dicho límite inferior, tendencia que se acentuó en los meses siguientes a la aplicación de la nueva regla cambiaria. En efecto, mientras durante el primer semestre de 1992 el valor del dólar estuvo entre 1% y 1,5% por sobre el piso de la banda, dicha diferencia se acrecentó de manera importante en los meses posteriores, en especial en septiembre, cuando el tipo de cambio observado promedio se situó 7% por encima del límite inferior de la banda. El valor de la divisa nuevamente se acercó al piso de la banda de fluctuación a fines de 1992 y principios de 1993; sin embargo, volvió a separarse de él a partir de marzo de este año, manteniéndose desde entonces en un rango de 4% a 8% por sobre el valor del piso de la banda (Gráfico 6).

Se debe tener presente que con la nueva regla cambiaria, la brecha entre el dólar observado y el dólar acuerdo está determinada tanto por la variación entre la paridad interna dólar/peso como por la evolución del dólar acuerdo. Dado que el valor del dólar acuerdo se determina diariamente incorporando las variaciones que experimenten las paridades de las monedas de los países que conforman la canasta, la

Gráfico 7

TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO SIN AMERICA LATINA
(Promedios anuales en pesos de junio de 1993)

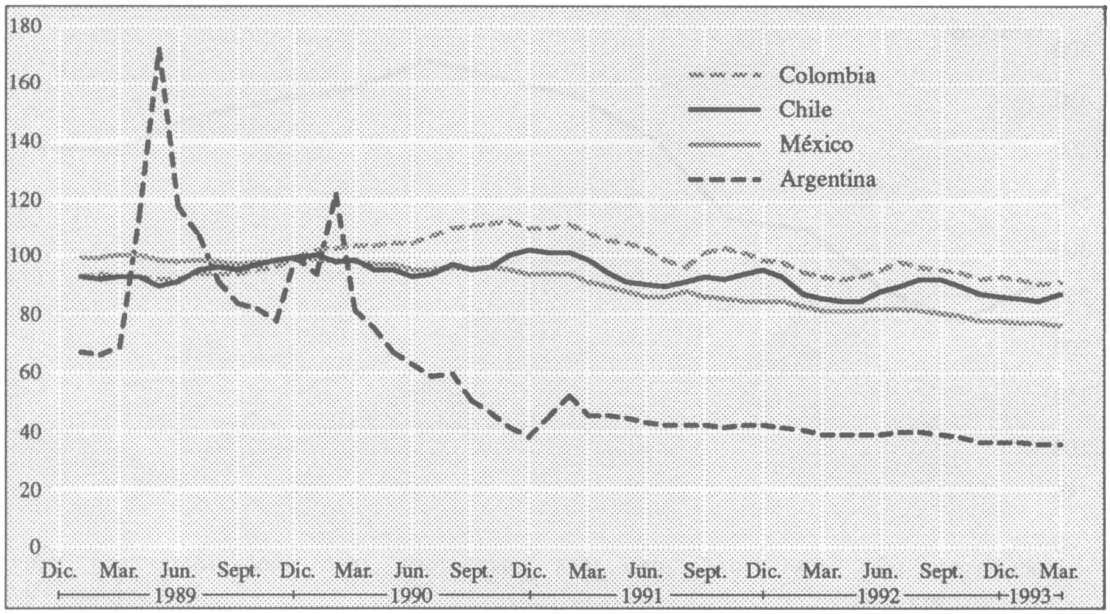


brecha mencionada responde también a dichas paridades. Así, la significativa apreciación que tuvo el dólar en los mercados internacionales desde fines de 1992 hasta enero del presente año se tradujo en un incremento del valor del dólar acuerdo, aumentando también la brecha entre éste y el dólar observado. No obstante, a partir de marzo dicha tendencia se revirtió drásticamente, en respuesta tanto a cambios en el dólar acuerdo como en el dólar observado. En efecto, la devaluación del dólar frente a las principales monedas hizo disminuir el valor del dólar acuerdo, mientras que los déficits comerciales de Chile que se registraron en los primeros dos meses del presente año, influidos por la caída de los precios de importantes productos de exportación, llevaron a una expectativa de menor abundancia de divisas, lo que presionó al alza el valor del tipo de cambio observado. En esas circunstancias, la brecha entre ambos se acortó, llegando a menos de 3% en mayo. En los meses de junio y julio la brecha entre el tipo de cambio acuerdo y observado se ha ampliado nuevamente, debido a que mientras el dólar acuerdo se ha elevado por la apreciación del dólar en los mercados internacionales, el tipo de cambio observado ha tendido a estabilizarse.

Durante los últimos cuatro meses, el Banco Central ha intervenido en el mercado sólo para atenuar fluctuaciones inconvenientes del tipo de cambio y reducir la influencia de elementos considerados

Gráfico 8

TIPO DE CAMBIO REAL
(Base: diciembre 1989 = 100)



transitorios, permitiendo de este modo que los factores más permanentes lleven el precio de la divisa a su valor de equilibrio. Así, por ejemplo, a partir de marzo se ha verificado una tendencia al alza del tipo de cambio real, la que se ha traducido en que entre diciembre de 1992 y junio de este año esta variable acumule un incremento de 4% (Cuadro 5). Este aumento es una confirmación más de lo planteado en reiteradas oportunidades por la autoridad monetaria, en el sentido de que este Banco Central no ha hecho ni hará uso de la política cambiaria con fines antiinflacionarios.

Finalmente, es importante destacar que a pesar de la apreciación real del peso observada entre 1990 y 1992, estimada en 13%, el tipo de cambio real en el último año se ubica a niveles comparables a los de 1986, nivel 18% superior al promedio observado en la década pasada (Gráfico 7). Por otra parte, la baja observada en el tipo de cambio real en los últimos años no ha sido un fenómeno particular a la economía chilena. Esta ha estado presente en la mayoría de las economías latinoamericanas que han enfrentado condiciones similares de entorno externo, las que han generado importantes influjos de capitales hacia las economías de la región (Gráfico 8). En cualquier caso, el aumento ocurrido durante 1993 permite recuperar una parte significativa de la caída real del tipo de cambio de los últimos años.

III.2 La normativa cambiaria

Durante 1992 y en lo que va corrido de 1993, el Banco Central continuó con su política de liberalización gradual de la cuenta de capitales, de modo de ir realizando, con cautela, los cambios necesarios y convenientes que permitan una mayor internacionalización del mercado de capitales chileno. Dentro de las medidas adoptadas durante el segundo semestre de 1992 y en el transcurso de 1993 se encuentran:

(1) En julio de 1992, con el objeto de dar mayor profundidad al mercado cambiario, se liberalizaron las operaciones de arbitraje de divisas que realizan los bancos, permitiendo la toma de posiciones en distintas divisas, sin límite fijado y sin necesidad de justificar las operaciones que se lleven a cabo con las mismas.

(2) En agosto de 1992, se reemplazaron las normas contenidas en el Capítulo VII del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI) relativas a la compraventa, arbitrajes a futuros (forwards) y swaps de monedas extranjeras, a objeto de hacerlas más ágiles y operativas. Dichos cambios empezaron a regir el 3 de agosto de 1992.

(3) En agosto de 1992, se autorizó a los inversionistas extranjeros acogidos al Capítulo XIX de CNCI para remesar capital y utilidades antes del plazo mínimo establecido. Esta autorización se condiciona al pago de una suma equivalente al 3% del capital invertido y a la firma de una convención en la cual el inversionista renuncia a su derecho de adquirir divisas en el mercado cambiario formal.

(4) A partir de octubre de 1992, se amplió el margen permitido de inversiones en el exterior para los fondos de pensiones, elevándolo desde 1,5% a 3% del fondo, llevando así el límite al máximo porcentaje que la ley permite.

(5) En octubre de 1992, se modificaron los Capítulos XIV y XXVI del Título I del CNCI para permitir la obtención de créditos externos por la vía de la colocación de bonos convertibles en acciones en el exterior. Se trata de una nueva fórmula para acceder al mercado financiero internacional, por medio de un instrumento que puede ser colocado en moneda corriente en el país, a través de la denominada oferta preferente, o en el exterior, a través de la denominada oferta internacional. Bajo determinadas condiciones, los titulares que hayan adquirido estos bonos, con el producto de la liquidación de moneda extranjera ingresada al amparo del Capítulo XIV del CNCI, podrán acogerse a las normas del Capítulo XXVI del CNCI sobre ADR, previa conversión de los bonos en acciones. Posteriormente, en diciembre, se modificó este capítulo relativo a los ADR, con el objeto de permitir que la fecha de oferta internacional de los títulos pueda aproximarse lo más posible a la fecha de la oferta preferente de las acciones en el país.

(6) En concordancia con las modificaciones introducidas al Decreto Ley 600 (DL 600) que fija el Estatuto de la Inversión Extranjera, a comienzos de abril de 1993 el Banco Central redujo el plazo mínimo de permanencia, de tres a un año, a aquellos aportes de capital que ingresen al amparo del Capítulo XIV del CNCI.

(7) En abril de 1993, se introdujeron modificaciones a la normativa de cambios relativa a las operaciones de futuros, opciones y otros instrumentos derivados de tasas de interés, de monedas y de productos, las que apuntan a dar mayor agilidad a la realización de estas operaciones como a corregir y simplificar algunas exigencias.

En términos generales se puede apreciar que el Banco Central ha continuado con el proceso de liberalización gradual de la cuenta de capitales, lo que ha permitido avances importantes en relación a la internacionalización del mercado de capitales chileno. A futuro se seguirán dando los pasos necesarios en este sentido, en la medida que la oportunidad y la conveniencia así lo indiquen.

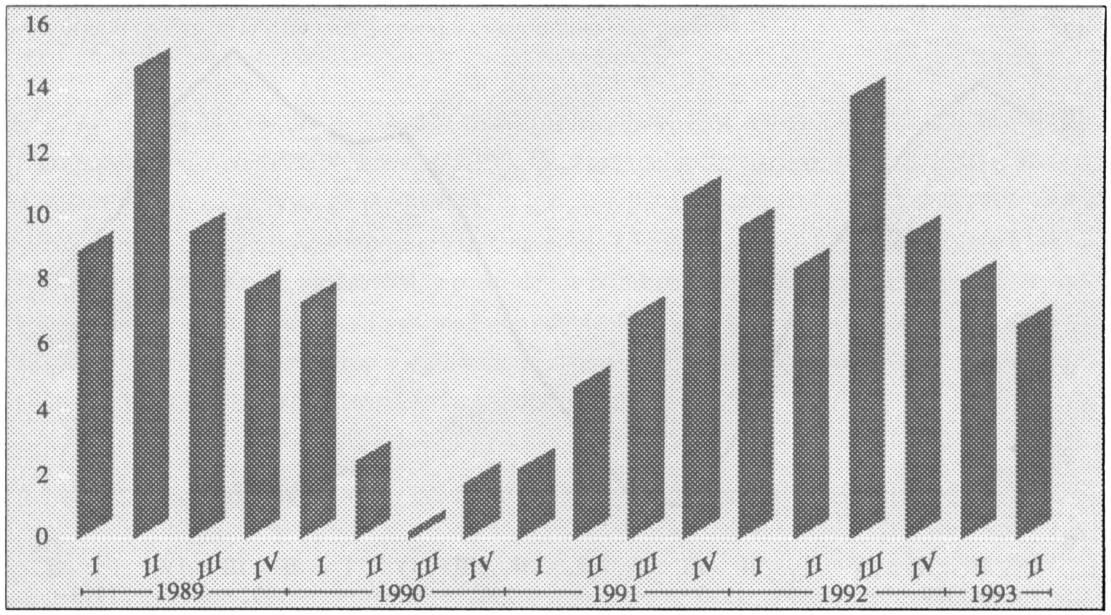
IV. ACTIVIDAD ECONOMICA, GASTO GLOBAL Y EMPLEO

Por cuarto semestre consecutivo la actividad económica se expandió a tasas muy significativas. En efecto, el PIB creció 7,4% en el primer semestre de 1993 respecto de igual período del año anterior, en tanto el producto interno bruto por habitante se incrementó en 5,7%. El crecimiento del primer semestre se explica por una tasa de crecimiento de 8,0% en el primer trimestre y de 6,7% en el segundo trimestre (Cuadro 6 y Gráfico 9), lo que confirma una tendencia a la desaceleración del crecimiento, que debiera continuar en el segundo semestre del año (Gráfico 10).

El deterioro de los precios de exportación registrado en este período se tradujo en una pérdida de recursos, por el efecto negativo que tuvo la relación de términos de intercambio en el esfuerzo productivo interno, lo que significó que durante el primer semestre, el Ingreso Interno Bruto Real aumentara 5,7%, crecimiento inferior al del PIB.

Gráfico 9

TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL
(Porcentajes)



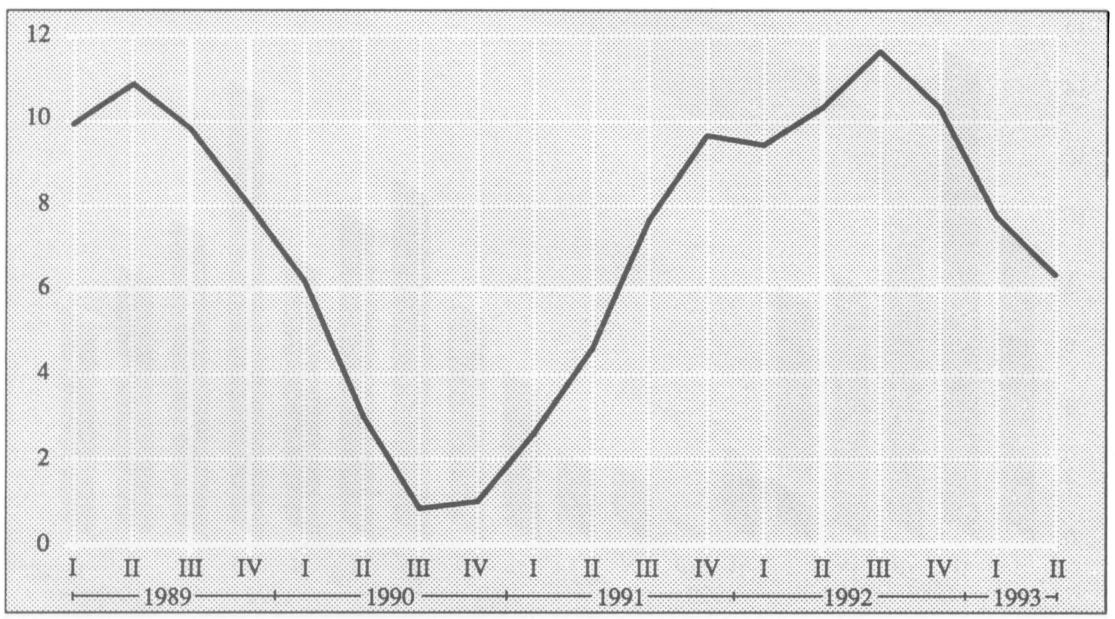
El crecimiento de la actividad económica interna estuvo liderado en este período por los sectores: construcción, comercio, servicios financieros y transporte y comunicaciones. Algo menos significativo, pero no menos importante, fue el crecimiento de la industria manufacturera y de la electricidad, gas y agua. Por su parte, la minería creció levemente y los sectores agropecuario-silvícola y pesca presentaron estancamiento y disminuciones en sus niveles de producción, respectivamente (Cuadro 7).

El sector construcción creció, en este período, alrededor de 15,5%, como consecuencia del fuerte incremento de los subsectores habitacional y no habitacional, y en menor medida del incremento del subsector obras de ingeniería y otras obras. La actividad observada en este semestre fue reflejo tanto del efecto de obras iniciadas en 1992 como del inicio de nuevas actividades en el primer semestre de 1993.

El crecimiento del sector comercio alcanzó a 12,0%, debido principalmente al aumento en la comercialización de productos importados, cuya oferta se expandió en alrededor de 18% en este período. En el caso del transporte y comunicaciones, el aumento fue de 8,6%, sustentado principalmente, tal como en años anteriores, en la fuerte expansión del subsector comunicaciones.

Gráfico 10

CRECIMIENTO ANUALIZADO DEL PRODUCTO DESESTACIONALIZADO
(Variación de promedios móviles de cuatro trimestres)



Se observa también en este período un crecimiento importante de la industria manufacturera, el que alcanzó a 5,8%. Esta cifra refleja, sin embargo, una moderación en el ritmo de expansión de esta actividad, después de las elevadas tasas de crecimiento alcanzadas en 1992. Las ramas industriales que presentaron los aumentos de mayor significación fueron la construcción de maquinaria no eléctrica (38,1%), fabricación de productos minerales no metálicos (24,2%), productos metálicos (14,4%), fabricación de otros productos químicos (11,5%), fabricación de objetos de loza y porcelana (10,5%) y fabricación de material de transporte (9,0%). Por otra parte, las industrias que observaron mayores caídas en su producción fueron: fabricación de prendas de vestir (-13,5%), fabricación de equipo profesional y oftálmico (-14,6%), industria de la madera (-12,4%) y fabricación de productos de caucho (-4,2%). Factores externos, como la caída en el precio internacional de la celulosa y harina de pescado, influyeron negativamente en los niveles de actividad de las industrias respectivas.

El sector electricidad, gas y agua incrementó su producción en 5,3% en el período, derivado principalmente del aumento en la generación de energía eléctrica.

En relación con la minería, su crecimiento fue de 2,2% respecto al mismo período del año anterior. La producción de cobre presentó un aumento de aproximadamente 4,6%, explicado por el crecimiento en la mediana minería y La Escondida, ya que la producción de la gran minería observó prácticamente un estancamiento debido a problemas técnicos de ley del mineral y a daños en las instalaciones por efecto de condiciones climáticas adversas. En relación con los subsectores del hierro, carbón y petróleo, éstos presentaron caídas en sus niveles de producción durante este período.

Por otra parte, los sectores que durante este semestre presentaron igual o menor nivel de actividad fueron el agropecuario-silvícola (0%) y la pesca (-3,3%). En el caso del sector agropecuario-silvícola se observó un estancamiento en su nivel de producción, lo que se explica fundamentalmente por la caída en los cultivos anuales (la superficie sembrada en la temporada 92/93 disminuyó en 13%). En el rubro frutícola se observó un aumento de producción, a pesar de los problemas presentados en las exportaciones de algunas variedades, derivados tanto de menores precios como de restricciones proteccionistas en los mercados de destino. Para el subsector pecuario se estima un crecimiento sustentado principalmente en la mayor producción de aves, huevos, leche y ganado porcino.

La baja experimentada por el sector pesca extractiva se explica por la disminución en las capturas destinadas a la industria de reducción, donde ha influido fuertemente, además de la disponibilidad del recurso, el deterioro en los precios internacionales de la harina de pescado.

Durante el primer semestre de 1993, la actividad económica fue impulsada principalmente por la dinámica de la demanda interna que alcanzó al 12,7%, destacando la inversión en capital fijo, que se expandió en 24,1% y el consumo de los hogares que creció alrededor del 8,3%. Por su parte, el volumen de las exportaciones de bienes y servicios presentó un leve crecimiento (2,5%), aunque el rubro no tradicional registró un alto dinamismo (Cuadro 8).

El mayor gasto en inversión se debió tanto al surgimiento de nuevos proyectos, entre los que destacan proyectos pesqueros, mineros, industriales, de servicios, e inmobiliarios, como a la reposición de maquinaria y equipos. Dada esta expansión, la inversión en construcción creció en el primer semestre en alrededor de 16%, siendo la más dinámica la actividad habitacional. Por su parte, la inversión en maquinaria y equipo creció en 31,7%, especialmente en equipo de origen importado, que registró una tasa de crecimiento de 34,8% respecto del mismo período del año anterior.

El gasto en consumo de los hogares mostró un fuerte crecimiento (8,3%), aunque algo inferior al observado en el semestre anterior, impulsado por el aumento del empleo y de las remuneraciones reales y facilitado por el endeudamiento privado con el sistema financiero y a través de tarjetas de crédito emitidas por algunos establecimientos comerciales.

El menor crecimiento que registraron las exportaciones de bienes se debió a la conjunción de factores adversos. De un lado, la menor demanda externa, debido al débil crecimiento observado en las economías desarrolladas, y de otro lado, las dificultades de colocación de algunos productos agrícolas en los principales mercados europeos, consecuencia de prácticas proteccionistas que pusieron límites a la exportación de algunos rubros. No obstante lo anterior, los productos considerados no tradicionales, que alcanzan a alrededor de 30% del valor de las exportaciones de bienes, tuvieron un crecimiento de volumen del 10%, aproximadamente.

Las importaciones de bienes y servicios crecieron 16,7% en términos reales en el primer semestre del año, lo que unido al aumento del PIB de 7,4% y del quántum de exportaciones de bienes y servicios de 2,5%, equivalen a la mencionada expansión de la demanda interna de 12,7%. Es destacable el crecimiento de las importaciones de bienes de capital, las que contribuyen en parte importante a la elevada tasa de expansión de la inversión en capital fijo en el período.

Finalmente, cabe destacar que la favorable evolución del sector productivo y el incremento de la inversión redujeron la tasa de desempleo a sus niveles más bajos desde comienzos de la década del setenta. En efecto, durante el trimestre abril-junio del presente año el desempleo a nivel nacional llegó a 4,7% de la fuerza de trabajo, dos décimas porcentuales por debajo de la cifra del mismo trimestre del año pasado. Este

resultado se alcanzó a pesar del importante aumento de la fuerza de trabajo -que creció en los doce meses finalizados en junio en 4,6% o en 220 mil personas- ya que en el mismo período se creó un número ligeramente superior de nuevos empleos (Cuadro 9).

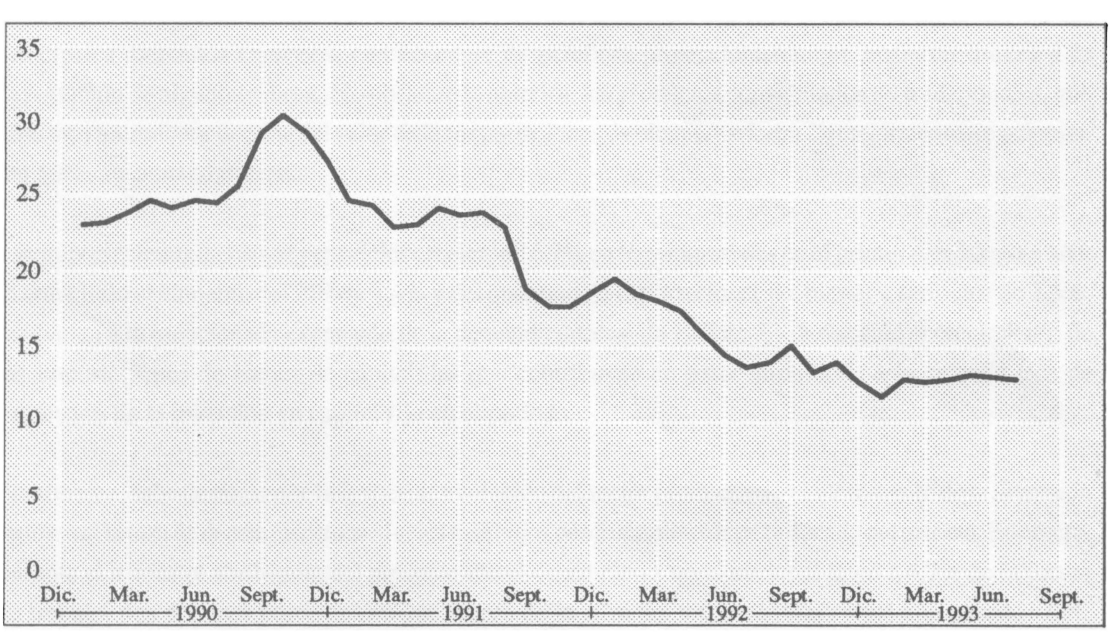
V. INFLACION Y REMUNERACIONES

En los primeros meses de 1993 la inflación continuó su trayectoria declinante, sostenida ya por más de dos años, que permitiera alcanzar una variación en doce meses de 12,7% en diciembre de 1992, nivel substancialmente inferior a 18,7% y 27,3% observados a fines de 1991 y 1990, respectivamente (Gráfico 11). La variación acumulada del índice de precios al consumidor en los primeros siete meses del presente año se situó en 5,5%, con lo que el incremento en doce meses a julio fue de 12,8%, cifra inferior al 14,5% registrado en igual mes del año anterior y muy similar a la tasa de inflación de 1992 (Cuadro 10). Cabe destacar que el haber mantenido al mes de julio una tasa de inflación en doce meses similar a la de 1992 constituye un antecedente auspicioso para el resultado que se obtenga en materia del logro de la meta inflacionaria para diciembre de 1993 (10% a 12%), por cuanto se estima que los primeros meses de 1992 fueron caracterizados por muy bajas tasas de inflación, las que se vieron influidas, en gran parte, por la revaluación del peso registrada en enero de dicho año.

Esta favorable trayectoria de la tasa de inflación ha obedecido fundamentalmente a la perseverancia en

Gráfico 11

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



la aplicación de políticas macroeconómicas coherentes. La mantención de dichas políticas en el tiempo ha sido fundamental para consolidar una trayectoria descendente de la tasa de inflación. Al respecto, cabe recordar que la rigurosa política de ajuste macroeconómico aplicada durante 1990 y la prudente conducción monetaria y fiscal hicieron posible que dicha tendencia se hiciera sentir plenamente durante 1991, año a partir del cual se hicieron evidentes los logros del ajuste, en términos de reducción de las tasas de inflación de precios y salarios. El Banco Central se ha mantenido permanentemente atento a la evolución del gasto, procurando guiar su crecimiento hacia tasas compatibles con el potencial de expansión de la economía y el adecuado y sostenible financiamiento de los pagos externos. Tal comportamiento es indispensable para asegurar que la reducción de la tasa de inflación sea perdurable en el tiempo, esto es, evitar que las reducciones de la tasa de inflación derivadas de disminuciones de costos se desvanezcan prontamente a consecuencia de una excesiva demanda interna que presione sobre la capacidad productiva de la economía.

Durante 1993, entre los distintos componentes del Indice de Precios al Consumidor, el comportamiento más favorable lo ha mostrado el rubro transporte y comunicaciones, que ha registrado una variación en doce meses a julio de 8,4%; otros sectores, incluyendo vestuario con 10,9% y alimentación con 11,2%, han mostrado una tasa de variación en doce meses inferior al promedio del índice. Los rubros que han presentado un mayor aumento de precios en el período de doce meses terminado en julio son vivienda, con 14,7%, y otros servicios, con 18,6%.

El control de la demanda agregada y la flexibilidad de la oferta laboral han contribuido a lograr un mercado del trabajo equilibrado y a generar expectativas de inflación decrecientes, lo que ha sido determinante para que los reajustes salariales hayan evolucionado en línea con los incrementos de productividad y, consecuentemente, con las metas de reducción de la inflación. Según se desprende de los resultados de los convenios de negociación colectiva efectuados durante 1993, el aumento de los costos laborales nominales pareciera haber reducido gradualmente su margen por sobre la inflación pasada. Aunque solo se cuenta con antecedentes al primer trimestre de 1993, el porcentaje promedio de reajuste inicial por sobre la inflación pasada fue de 2,3%, porcentaje inferior al 2,6% registrado en promedio durante 1992 (Cuadro 11). En la medida en que el crecimiento de la productividad media del trabajo ha excedido a dichos reajustes iniciales, el incremento de los costos laborales por unidad de producto ha sido inferior a la inflación pasada, contribuyendo así a la reducción de las presiones inflacionarias de costo, al mismo tiempo que al aumento de los salarios reales. A este respecto, el Banco Central se hace un deber en insistir que la creciente y explícita consideración de una inflación futura decreciente en las negociaciones salariales y también en la determinación de precios es fundamental en el avance de la convergencia de la inflación doméstica a los niveles de la de los países desarrollados, y la credibilidad de la política macroeconómica su indispensable aval.

Dadas las cláusulas de indexación a la inflación pasada implícitas en los contratos colectivos, la tendencia decreciente de la inflación ha continuado contribuyendo, aunque con algún rezago, a disminuir el ritmo de crecimiento de los salarios nominales. Al igual que durante 1992, los aumentos salariales nominales en doce meses se han reducido paulatinamente durante los primeros cuatro meses del presente año, pasando de una tasa de crecimiento de 22,6% en abril de 1992 a 15,2% en igual mes de 1993 (Cuadro 12). Esta desaceleración no ha impedido que las remuneraciones reales crecieran, debido a que la inflación ha disminuido aún más rápidamente. En efecto, los salarios reales percibidos por los trabajadores durante los primeros cuatro meses de 1993 experimentaron un incremento importante, exhibiendo una variación promedio de 3,5% en relación a igual período de 1992 (Cuadro 12). Así, una vez más ha quedado de manifiesto que la mejora en el poder adquisitivo de las remuneraciones depende más de la reducción de la tasa de inflación que de los incrementos de los salarios nominales.

A pesar de los importantes logros observados en la lucha contra la inflación, aún queda un difícil camino por recorrer. Algunas de las holguras que estuvieron disponibles durante 1991 y 1992, ya no lo están en el año en curso. En efecto, el grado de utilización de la capacidad productiva en 1993 es relativamente elevado, y con el deterioro de los términos de intercambio y el crecimiento de las importaciones de los últimos años, las holguras en el sector externo han desaparecido.

Dada la mayor credibilidad de la política antiinflacionaria, la moderación de las presiones de costos, gracias a la colaboración de trabajadores y empresarios, que paulatinamente han incorporado la inflación decreciente proyectada por las autoridades como uno de los criterios de las negociaciones laborales, es sin duda un avance importante en el proceso de control de la inflación. Sin embargo, cabe reiterar una vez más que el problema de la inflación no está resuelto. Tal como se señaló, algunas de las condiciones favorables que estuvieron presentes durante 1991 y 1992 no parecen reproducibles en el futuro, y la holgura en el mercado del trabajo también se ha estrechado. En consecuencia, se hace aún más imprescindible enfatizar la contribución del Fisco, los empresarios y los trabajadores para continuar con el proceso de reducción de la inflación en el futuro. Esta contribución debe incluir una moderación en el gasto, público y privado, así como una creciente indexación de los contratos a la inflación futura decreciente, en vez de la pasada. A su vez, en un contexto en que por primera vez en veinte años la escasez de mano de obra se vislumbra como una limitante potencial para el crecimiento, se torna fundamental en el control de la inflación, que el gobierno, los empresarios y los trabajadores concierten sus esfuerzos para facilitar el desplazamiento de los trabajadores desde aquellos sectores en declinación hacia los sectores productivos con un futuro más auspicioso.

Como se señaló, en la medida que la autoridad fiscal mantenga un control riguroso de su nivel de gasto, y a la vez se pueda seguir encauzando el crecimiento del gasto privado a tasas compatibles con el

crecimiento de la capacidad productiva, se podrán evitar presiones de demanda que dificultan y retardan el proceso de reducción de la inflación. Asimismo, en la medida que los empresarios y trabajadores se abstengan de adoptar posturas proteccionistas y presionen hacia un encarecimiento artificial de los productos de sectores con problemas, y la autoridad política tenga la voluntad de resistir dichas presiones, se evitará generar impulsos de costos desfavorables que afecten negativamente el bienestar de los consumidores y el control del proceso inflacionario.

En síntesis, la lucha contra la inflación está lejos de haber terminado, y se sigue requiriendo del concurso de todos los sectores para continuar obteniendo logros en este frente. De cualquier forma, debe tenerse presente que es la firme decisión del Banco Central el evitar rebrotes inflacionarios, para lo que continuará aplicando en forma global y coherente su política dirigida a la reducción gradual y sostenida de la inflación. Tal como no vaciló en aplicar la política de ajuste de gasto en 1990, y como resistió firmemente ceder ante la sobreabundancia de financiamiento externo verificada en 1991 y 1992, al no tolerar una expansión del gasto por encima de las posibilidades reales de la economía, el Instituto Emisor mantendrá invariablemente una política de control de la expansión de la demanda agregada coherente con sus objetivos antiinflacionarios.

VI. EL SECTOR EXTERNO

VI.1 La cuenta corriente

Según cifras preliminares, la cuenta corriente de la balanza de pagos del primer semestre de 1993 presentó un déficit de US$ 737 millones, lo que representó un cambio significativo respecto al superávit de US$ 202 millones registrado en el mismo período del año anterior (Cuadro 13). El vuelco en la cuenta corriente obedeció fundamentalmente al deterioro del saldo de la balanza comercial, que pasó de un superávit de US$ 893 millones en el primer semestre de 1992 a un déficit de US$ 136 millones en el período enero-junio de este año. Este cambio en el resultado comercial se debió a una caída de 4% en el valor de las exportaciones y a un incremento de 20% en el valor de las importaciones FOB. A julio de 1993 el déficit comercial alcanzó a US$ 295 millones, explicado por exportaciones 6,2% inferiores a las de los primeros siete meses de 1992 e importaciones 16,9% superiores a las de igual período del año pasado (Cuadro 14).

La baja de las exportaciones debe atribuirse esencialmente a menores precios, ya que los volúmenes exportados aumentaron. En efecto, para el total de las exportaciones, y considerando el período enero-julio en relación a igual período de 1992, la reducción de precios fue de 7,0%, lo que fue compensado en parte por un incremento de 0,8% en los volúmenes exportados. Cabe señalar que los resultados difieren significativamente entre los diversos productos. En efecto, mientras las ventas externas de cobre disminuyeron en 8,7%, como consecuencia de una baja de precios de 10,5% –que fuera parcialmente compensada por un aumento en los volúmenes exportados de 2,1%– los productos principales distintos del cobre redujeron su valor exportado en 12,7%, lo que se debió tanto a una caída de precios, de 4,1%, como a una reducción de los volúmenes exportados de 8,9%. Las exportaciones de productos denominados no principales –que representan más del 30% del total de las exportaciones de bienes– aumentaron en 4,2%, a pesar de una reducción de sus precios de 5,4%, que fue más que compensada por un aumento de volúmenes de 10,1% (Cuadro 15).

La situación recesiva que afecta a las principales economías industriales, la aplicación de restricciones proteccionistas por parte de algunos socios comerciales de Chile, entre otros factores, afectaron negativamente a las exportaciones principales. Entre los productos más afectados destacan la harina de pescado, la celulosa cruda, el hierro, el salitre sódico, el yodo, la plata y frutas tales como manzanas y kiwis, que registraron disminuciones de precios y volúmenes; y otros como el oro, los rollizos pulpables y la madera aserrada, que sólo registraron disminuciones en los volúmenes exportados.

Las exportaciones de harina de pescado, cuyos embarques a julio cayeron en 46,1%, equivalente a US$ 162 millones –principalmente como resultado de menores volúmenes (-31,4%), y en menor medida de

menores precios (-21,5%)– fueron afectadas por el incremento significativo de la oferta de Perú en los primeros meses del año, lo que influyó en la baja cotización internacional del producto, y coincidió con una menor oferta por parte de nuestro país, debido a la menor captura derivada en parte de problemas en la disponibilidad del recurso.

Las menores exportaciones de hierro, que en los primeros siete meses bajaron en 28% y que fueron prácticamente nulas en febrero, se debieron fundamentalmente a una reducción en los volúmenes embarcados. Esta disminución derivó de la postergación, en el primer trimestre, de órdenes de compra, en espera de la aprobación de nuevos contratos anuales por parte de Japón, los que contemplaban menores precios. De hecho, la situación se atenuó en el segundo trimestre, mejorando los volúmenes embarcados y deteriorándose los precios. Las menores exportaciones de los productos básicos mencionados se vieron compensadas, en parte, por resultados positivos en otros rubros principales como molibdeno, uvas y madera trozada.

En relación con el incremento de las exportaciones no tradicionales, especialmente en lo referido a su volumen, entre los sectores que más contribuyeron a este aumento destacan los de alimentos, bebidas y tabaco, textil, industrias metálicas básicas, y material de transporte (Cuadro 16).

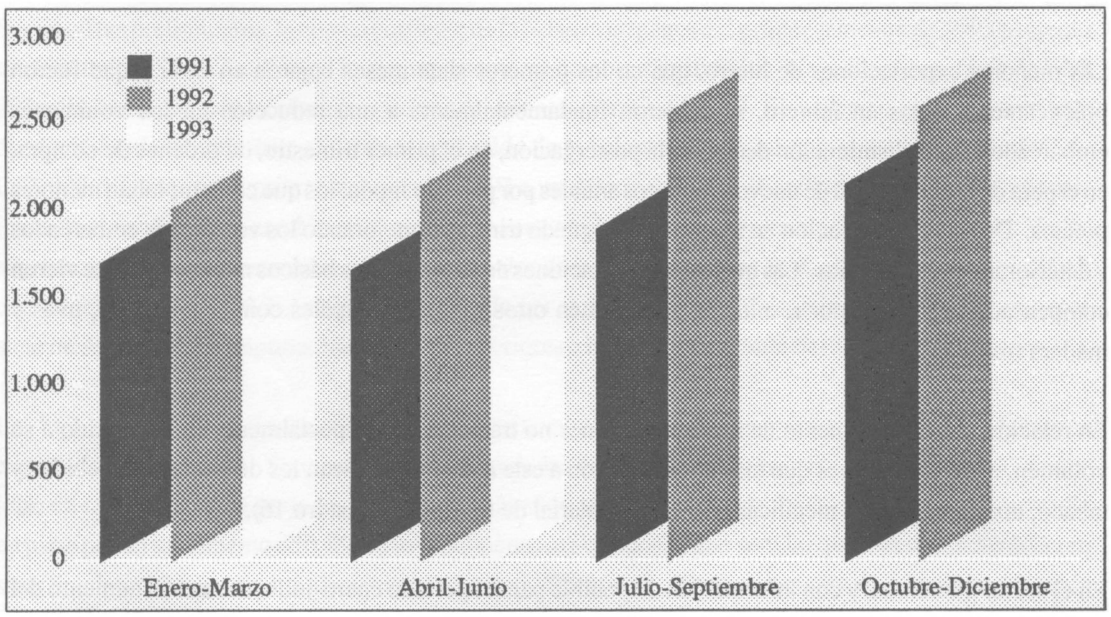
En el sector alimentos, y con información disponible para el período enero-julio, destaca el aumento del valor de las exportaciones de moluscos precocidos y conservados, con una tasa de crecimiento de 16,0%. En este caso, el incremento se debió a las exportaciones de locos, producto de la suspensión temporal, en 1993, de la veda que impidió su producción y, consiguientemente, su exportación durante 1992. También deben mencionarse, en este sector, los incrementos en las ventas al exterior de pasas y de purés y jugos de tomate, cuyas tasas de crecimiento alcanzaron a 26,1% y 25,6%, respectivamente.

Dentro del sector bebidas y tabaco, destaca el crecimiento de las exportaciones de vino embotellado, con un incremento durante los primeros siete meses de 12,7% en relación a igual período de 1992. En el sector textil, por su parte, corresponde mencionar un incremento de 18,5% en las exportaciones de prendas de vestir exteriores, mientras que en el sector de industrias metálicas básicas, destaca el incremento de 47,2% en las exportaciones de alambres de cobre.

El sector transporte también contribuyó al aumento de las exportaciones. En efecto, el incremento de las exportaciones de este sector fue de 56,3% durante el período enero-julio, esencialmente atribuible a mayores volúmenes. Ello se debió, por una parte, al fuerte crecimiento de las exportaciones de automóviles a Argentina y, por otra, al incremento de las exportaciones de sistemas de transmisión para vehículos, derivada de una mayor producción interna y de nuevos contratos con Francia y Argentina.

Gráfico 12

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



Contribuyeron también a este incremento las exportaciones de buques de pesca por efecto de reemplazo de naves.

Como resultado de la evolución de las exportaciones durante los primeros siete meses de 1993, la participación de las distintas categorías dentro del total ha cambiado. Así, mientras que el porcentaje de las exportaciones principales o tradicionales en el período enero a julio cayó desde alrededor de 74% –que representaban dentro del total de las exportaciones de bienes en los años que van entre 1990 y 1992– a 67% este año, las no tradicionales incrementaron su participación relativa, llegando a representar un tercio del total en los primeros siete meses de 1993 (Cuadro 15).

El deterioro observado en el saldo comercial obedeció no sólo a la caída de las exportaciones, sino en buena medida a la evolución de las importaciones, que crecieron 16,9% durante los primeros siete meses de este año con respecto a igual período de 1992 (Cuadro 14). A lo largo del año, sin embargo, el crecimiento de las importaciones ha mostrado una tendencia a desacelerar, como queda claro al observar que su incremento en doce meses cayó desde 23,8% en el primer trimestre, a 16,4% en el segundo trimestre, y que en el mes de julio dicho incremento fue inferior a 3% (Gráfico 12). Este hecho se hace

más notorio al observar que en el período enero-julio de 1993 el total de importaciones fue 0,3% superior al de los últimos siete meses de 1992.

La evolución de las importaciones fue disímil para sus distintas categorías, tanto en cuanto a la tasa de crecimiento como a su trayectoria. Durante los primeros siete meses del año, el mayor crecimiento se observa en los bienes de capital, con 29,2%, seguido por el de los bienes de consumo, con 16,5%. Por su parte, el total de importaciones de bienes intermedios creció 9,9%. Dentro de estas últimas destaca el bajo crecimiento de las importaciones de combustibles (2,7%), el que está influenciado en forma importante por los menores precios del crudo en los mercados internacionales (Cuadro 14).

Dentro de la categoría de bienes de consumo, las importaciones de automóviles representaron un 24,1% del total en el período enero-julio de 1993, alcanzando a US$274 millones, lo que significó un crecimiento de 8,4% por sobre su nivel en igual período de 1992. Esto se explica en gran parte por los mayores precios, de modelos de automóviles más sofisticados y con mayores equipamientos, ya que el número de unidades bajó en 6,4%.

La trayectoria de las distintas categorías de importaciones a lo largo de 1992 y del primer semestre de 1993 mostró también algunas diferencias. En efecto, las importaciones de bienes de consumo se desaceleraron, tanto en su tasa de crecimiento en doce meses como en relación al semestre precedente. Así, después de tasas de crecimiento en doce meses de 37,1% y 35,4% en cada semestre de 1992, la tasa de aumento del primer semestre cayó a 19,3% en 1993. Con respecto al semestre precedente, el valor de las importaciones de bienes de consumo disminuyó en 14,1% en el período enero-junio de 1993.

Por su parte, las importaciones de bienes intermedios mostraron una aceleración en el segundo semestre de 1992, al elevar su tasa de crecimiento en doce meses a 18,0% desde 15,2% en el primer semestre de ese año. Esta tendencia se revirtió en el primer semestre de 1993, cuando se incrementaron 12,3% en doce meses, cayendo en 4,1% con relación al valor del semestre precedente.

Las importaciones de bienes de capital, por su parte, continuaron la vigorosa expansión iniciada en el cuarto trimestre de 1991, alcanzando en el primer semestre de 1993 un crecimiento en doce meses de 33,5%, tasa similar al incremento de 32,6% y 36,9% registrado en los semestres precedentes. En relación al segundo semestre de 1992, esta categoría de importaciones fue la única que registró un aumento, el cual fue de 5,3%.

Por otra parte, según cálculos preliminares, durante el primer semestre el resultado neto de los componentes de servicios y transferencias de la cuenta corriente de la balanza de pagos fue un egreso de

US$ 602 millones, lo que representa menores pagos del orden de US$ 90 millones con respecto a igual período del año anterior (Cuadro 13).

Este resultado se debió a la evolución de los servicios financieros, en particular, a los pagos netos de intereses al exterior. En efecto, la baja en las tasas de interés en dólares así como la acumulación de reservas de los últimos años, llevaron a una disminución de los intereses pagados junto a un aumento de los intereses recibidos. De ese modo, se mejoró significativamente la cuenta de servicios financieros, pese al incremento en los egresos por utilidades de la inversión extranjera. Al respecto, cabe destacar que aunque las remesas de utilidades superaron el monto remesado en el primer semestre de 1992 en aproximadamente US$ 50 millones, han sido inferiores a las proyecciones originales.

VI.2 La cuenta de capital

Durante los primeros seis meses de 1993, la cuenta de capital de la balanza de pagos presentó un saldo positivo de US$ 1.437 millones, lo que permitió financiar holgadamente el déficit de cuenta corriente de US$ 737 millones y terminar el semestre con un superávit en balanza de pagos de US$ 594 millones. A diferencia de lo que sucedió durante ambos semestres del año anterior, los ingresos netos fueron mayoritariamente de capitales de mediano y largo plazo y reflejan una participación creciente de flujos de naturaleza más permanente en el financiamiento de la balanza de pagos (Cuadro 13). Estos flujos, incluyendo en ellos la inversión extranjera, alcanzaron US$ 905 millones, en tanto que aquéllos de corto plazo fueron de US$ 532 millones.

Dentro de los flujos de mediano y largo plazo, destaca la inversión extranjera neta, la que alcanzó US$ 489 millones, como resultado de US$ 668 millones de inversión del exterior y US$ 179 millones de inversión hacia el exterior. La primera correspondió mayoritariamente a aportes de capital realizados al amparo del Decreto Ley 600, principalmente para el financiamiento de proyectos de minería e industria, y a inversión bajo la modalidad de ADR. Esta última alcanzó un monto de US$ 308 millones en el semestre, superando el total ingresado por este concepto durante 1992 y constituyéndose en una importante fuente alternativa de captación de recursos por parte de las empresas nacionales. El monto total de inversión neta proveniente del exterior continuó la tendencia creciente de los últimos semestres. Por el contrario, la inversión al exterior, que llegó a US$ 179 millones durante el primer semestre del presente año, mostró una disminución en relación a los dos semestres previos. Estos capitales se dirigieron básicamente hacia el sector financiero en la República Argentina.

El flujo neto de capitales de mediano plazo bajo la modalidad de créditos externos y bonos alcanzó a US$

426 millones en el semestre, fruto de desembolsos por US$ 1.012 millones y de amortizaciones por US$ 586 millones. En relación con los desembolsos, cabe destacar que alrededor de un 85% (US$ 849 millones), correspondió a financiamiento otorgado al sector privado de empresas, principalmente por la vía de créditos asociados al DL 600 (US$ 316 millones), y de la emisión de bonos contratados por la CTC y CELCO. La emisión de bonos en el exterior constituyó una nueva modalidad de financiamiento para el sector privado. De este modo, en el primer semestre ingresaron US$ 220 millones por este mecanismo para contribuir al financiamiento de proyectos de esas empresas. Además, cabe destacar que las condiciones obtenidas por nuestras empresas en los mercados de capitales internacionales han sido extraordinariamente favorables, lo que refleja la confianza que el resto del mundo tiene en la economía chilena .

Con relación al destino de los créditos desembolsados por el sector empresas, ellos se dirigieron principalmente a la minería (US$ 335 millones), al sector comunicaciones (US$ 160 millones) y al sector forestal (US$ 162 millones). Dentro de la minería, destacó el financiamiento de grandes proyectos de inversión como los emprendidos por Minera Cerro Colorado, Quebrada Blanca, La Candelaria y Disputada de Las Condes. El alto nivel de financiamiento por esta vía está asociado con los ya comentados elevados niveles de importación de bienes de capital.

Los desembolsos del sector público de créditos a mediano y largo plazo alcanzaron US$ 117 millones, provenientes de préstamos otorgados por organismos multilaterales y de gobiernos, en tanto que el sector financiero sólo desembolsó US$ 46 millones. Las amortizaciones de créditos, que totalizaron US$ 586 millones, aumentaron con respecto a igual período del año anterior, principalmente por el vencimiento de la primera cuota de los bonos contratados por la República en 1991 y por vencimientos y pagos anticipados de créditos asociados al DL 600.

Como ya se mencionara, los ingresos de capitales de corto plazo alcanzaron a US$ 532 millones en el semestre, lo que constituyó una disminución significativa con respecto a los dos semestres precedentes. Este total fue el resultado de ingresos por US$ 465 millones en el primer trimestre y por US$ 67 millones en el segundo trimestre. Esta última cifra significa un cambio en la tendencia de fuertes ingresos de capitales de corto plazo que se venía observando desde el segundo trimestre de 1992.

En síntesis, durante el primer semestre de 1993 se han observado tres tendencias claras en la cuenta de capitales de Chile: ha aumentado la participación relativa de la inversión extranjera en relación a la deuda; lo mismo ha sucedido con la participación relativa de la deuda de mediano y largo plazo en relación con la deuda de corto plazo; y, finalmente, la participación relativa del endeudamiento del sector privado ha aumentado en relación con el endeudamiento del sector público.

VI.3 Reservas internacionales

La balanza de pagos finalizó el primer semestre con un superávit de US$ 594 millones, consecuencia de un ingreso positivo de capitales de US$ 1.437 millones que financió el déficit de la cuenta corriente de US$ 737 millones y errores y omisiones por US$ -107 millones. Las reservas internacionales, en tanto, alcanzaron un monto de US$ 9.880 millones de dólares al 30 de junio. La variación correspondiente al semestre fue de US$ 871 millones, la que incluye, además del saldo de la balanza de pagos, una revalorización del stock de reservas por US$ 277 millones. A fines de julio, el stock de reservas internacionales llegaba a US$ 9.979, lo que equivale prácticamente a un año del total de las importaciones de bienes FOB proyectadas para 1993 (Cuadro 17). De este total, cerca de US$ 1.200 millones corresponden al encaje a las obligaciones en moneda extranjera, lo que implica un aumento de reservas por este concepto, a julio, de US$ 195 millones.

VI.4 Deuda externa

La deuda externa presentó, en el primer semestre del año un crecimiento de US$ 920 millones, explicado en su totalidad por el crecimiento de la deuda del sector privado (US$ 1.024 millones), por cuanto la deuda pública disminuyó en US$ 104 millones. El crecimiento de la deuda externa del sector privado se explica por el uso neto de créditos de mediano y largo plazo por US$ 633 millones y de corto plazo por US$ 391 millones. El cambio de composición entre sectores es significativo, por cuanto la deuda privada no cuenta con la garantía del Estado para su servicio. Por otra parte, el endeudamiento del sector privado corresponde en su mayoría a empresas, y ha estado destinado principalmente a proyectos orientados a la exportación, vale decir, que generan sus propias divisas para el servicio de los créditos.(Cuadro 18).

VII. PERSPECTIVAS PARA EL RESTO DE 1993

Con la información disponible a la fecha, se proyecta que en 1993 la tasa de crecimiento real del PIB alcance un valor en torno a 5,6% y que la tasa de inflación a diciembre de este año se ubique en el rango programado (10%-12%). En materia de cuentas externas, se prevé un superávit de la balanza de pagos, en tanto que el saldo de la cuenta corriente de bienes y servicios presentaría un déficit en torno a 4,5% del PIB, habida cuenta del significativo deterioro de los términos de intercambio sufrido este año por la economía chilena (Cuadros 19 y 20).

Dado que la tasa de expansión de la actividad durante el primer semestre supera el crecimiento estimado para el año, se proyecta implícitamente una ulterior desaceleración en la tasa de crecimiento en doce meses del PIB durante el segundo semestre. Esta proyección se fundamenta al observar que la velocidad de crecimiento de la actividad ha disminuido en el segundo trimestre del año. Sin embargo, debido a la menor base de comparación, el primer semestre aún muestra una elevada tasa de crecimiento en doce meses. En el segundo semestre, no obstante, la situación debiera cambiar, puesto que el mismo período de 1992 constituye una base de comparación bastante más alta. Luego, de mantenerse las moderadas velocidades de crecimiento del primer semestre, la economía crecería en el segundo semestre en torno a 4%, en comparación al crecimiento de 7,4% registrado en el primer semestre.

Cabe recordar que la convergencia en la tasa de crecimiento de la actividad hacia un nivel más moderado fue algo buscado por la autoridad, debido a que el alto incremento de la actividad y del gasto interno que tuvo lugar en 1992 conllevaba un importante riesgo de un aumento de la inflación y de un deterioro en las cuentas externas, situación esta última que se ha visto agravada por la evolución de la economía internacional. Por este motivo, durante 1992 se aumentó en tres oportunidades la tasa de interés de los PRBC a 90 días del Banco Central, la cual, con mayor razón, se mantuvo durante este año, dada la evolución del panorama externo. Los efectos de dichas alzas sobre la actividad y la demanda interna son parte importante de la explicación de la desaceleración que se ha venido observando y que, como ya se mencionó, debiera expresarse con mayor nitidez en el segundo semestre de este año. Otros elementos que han influido en la desaceleración del gasto han sido la contribución de la política fiscal y el efecto del deterioro de los términos de intercambio sobre el gasto privado.

En cuanto a los componentes de la demanda interna, se estima que la formación bruta de capital fijo será el más dinámico, con un crecimiento en torno al 15% para el año en su conjunto. Dado el crecimiento de 24,1% exhibido por esta variable en el primer semestre, la proyección anual supone un segundo semestre con una tasa de expansión de la formación de capital algo inferior al 10%, lo que estaría en línea con la

desaceleración mencionada. El consumo privado, en tanto, crecería en algo menos de 7%, lo que también implica una desaceleración importante durante el segundo semestre. Con todo, se estima que la demanda interna crecería este año en alrededor de 7,5%, es decir, casi dos puntos porcentuales más que el aumento del PIB. El total de esta diferencia se explicaría por la mayor expansión del gasto en relación al producto registrada en el primer semestre, ya que se estima que durante la segunda mitad del año el crecimiento de ambas variables será de similar orden de magnitud.

Con lo anterior, en 1993 la formación bruta de capital fijo pasaría a representar 27,3% del PIB (medido a precios constantes), dos puntos por sobre su valor en 1992 (Cuadro 19). El ahorro nacional, por otra parte, llegaría a 20,5% del PIB (medido a precios corrientes), lo que representa una disminución cercana a dos puntos en relación a 1992. Esta caída del ahorro interno es reflejo del menor crecimiento del ingreso disponible, debido principalmente a la caída de los términos de intercambio, como también a la desaceleración del crecimiento del producto. Es explicable, y ha sido habitual, en un año con fuerte caída en el crecimiento de los ingresos, producto de los menores precios internacionales de las exportaciones chilenas, que el ahorro nacional disminuya. En efecto, es razonable esperar que en estos períodos las personas (y el gobierno, mediante el mecanismo del Fondo de Estabilización del Cobre) utilicen sus ahorros para hacer frente a las condiciones adversas. En rigor, en períodos de menores ingresos se produce una combinación de ajuste de consumo y menor ahorro, en el cual se le da más peso a la primera opción si el deterioro de los términos de intercambio se percibe como más duradero, y se privilegia la segunda si dicho deterioro se percibe como transitorio. Durante 1993, en la economía chilena se han producido ambos efectos. De un lado, el consumo crecerá a una tasa significativamente menor a la que creció en 1992, aunque mayor que el ritmo de aumento del producto y del ingreso en 1993. En la medida que los términos de intercambio se vayan recuperando, cabe esperar también una recuperación de la tasa de ahorro.

Las proyecciones monetarias prevén un incremento nominal del dinero en manos del sector privado –M1A– de alrededor de 20% durante el curso del año, lo cual es coherente con una inflación en el rango programado (10%-12%) y un crecimiento económico de 5,6%. A julio, el M1A corregido mostraba un crecimiento en doce meses de 18,5%, expansión todavía influida por el alto nivel exhibido por el dinero durante el primer semestre del año pasado (Cuadro 3). Como se recordará, en el mes de marzo de 1992 el dinero se elevó en forma extraordinaria, como consecuencia de la variación negativa de la UF en dicho mes. Este aumento tardó algunos meses en ajustarse, por lo que a julio del año pasado el nivel del dinero era todavía relativamente alto. Dado que esta situación se normalizó durante el segundo semestre de 1992, las variaciones monetarias en doce meses tenderán a elevarse moderadamente en los meses venideros. Cabe destacar, no obstante, que los saldos monetarios reales de fines de año son sensibles a la trayectoria probable de la inflación mensual en el segundo semestre del año y, en particular, a los índices de inflación en los meses de octubre y noviembre, los que son difíciles de predecir.

En relación al sector externo, se estima que el año cerrará con un déficit de balanza comercial levemente superior a US$ 800 millones, producto de exportaciones de US$ 9.400 millones e importaciones de US$ 10.200 millones (Cuadro 20). Esto significa una caída en el valor de las exportaciones de bienes de 6% en relación a 1992, lo que se explica por las disminuciones en los precios de los principales productos de exportación en los mercados internacionales. En efecto, los volúmenes físicos de exportación presentarán un incremento entre 1% y 2%, lo que si bien es una tasa inferior a la mostrada en años previos, es atribuible en gran parte a factores coyunturales que han significado dificultades en la colocación de algunos productos en los mercados externos. Esto ha afectado principalmente a las exportaciones tradicionales, ya que se estima que las no tradicionales tendrán un aumento en volumen de alrededor de 8%. En cuanto a las importaciones de bienes, éstas crecerán aproximadamente 9% en relación a 1992. Debe destacarse, sin embargo, que este crecimiento es explicado en buena medida por el relativamente bajo nivel de las importaciones registrado en el primer semestre de 1992. A partir de entonces, el valor de las importaciones se ha estabilizado, por lo que durante el segundo semestre de 1993 se esperan tasas muy moderadas de crecimiento en doce meses. Dentro del crecimiento de las importaciones, cabe destacar el de los bienes de capital, que crecerán en torno a 20% en el año. Esto es reflejo de la positiva dinámica mostrada por la inversión en el año en curso.

Los servicios no financieros, por otra parte, se estima presentarán un superávit de US$ 137 millones, mientras que el déficit por concepto de los servicios financieros será de alrededor de US$ 1.660 millones, cifra inferior a la del año pasado, debido a las menores tasas de interés prevalecientes en los mercados internacionales. Por último, se prevé que las transferencias alcanzarán a unos US$ 425 millones, cifra muy similar a la de 1992. En síntesis, el déficit en cuenta corriente llegaría a unos US$ 1.900 millones, lo que equivale a 4,5% del PIB (Cuadros 19 y 20). Este déficit se compara con uno de 1,4% del PIB en 1992. De los 3,1 puntos de diferencia entre ambos años, dos se explican directamente por menores términos de intercambio. Esto quiere decir que, de no haberse producido el fuerte deterioro en el precio de los principales productos de exportación, todo lo demás constante, el déficit en cuenta corriente de la economía chilena para 1993 hubiera sido inferior al 3% del PIB.

El saldo de la balanza de pagos para el año se proyecta en algo más de US$ 800 millones, lo que implica un segundo semestre con un superávit levemente superior a los US$ 200 millones. Dada la posición deficitaria de la cuenta corriente, esto significa un ingreso neto de capitales del orden de US$ 2.800 millones, de los cuales algo más de US$ 1.900 millones corresponderían a capitales de mediano y largo plazo. Entre ellos sobresale la inversión extranjera neta, que llegaría casi a unos US$ 1.000 millones. Esta, a su vez, se divide en US$ 1.300 millones de inversión de extranjeros en el país y de US$ 300 millones de inversión de chilenos en el exterior. La cifra de inversión extranjera neta proyectada para 1993 significa un crecimiento de más de 50% en relación a 1992. De alguna manera, estas cifras demuestran que la

confianza que el exterior tiene sobre la economía chilena aumenta y se consolida. El resto de los capitales de mediano y largo plazo llegaría a US$ 900 millones, entre los que destaca una cifra estimada de US$ 640 millones de créditos asociados al DL 600. Por último, el flujo de capitales de corto plazo ascendería a US$ 900 millones, divididos en US$ 400 millones en líneas comerciales bancarias y US$ 500 millones en otros (Cuadro 20).

El referido saldo estimado para la balanza de pagos de 1993 es del mismo orden de magnitud del proyectado para dicho período un año atrás, con motivo del Informe al Senado de 1992. Cabe reconocer, no obstante, que la proyección de las diferentes partidas de dicha balanza es significativamente distinta en esta oportunidad. En efecto, mientras el año pasado se estimaba un déficit en cuenta corriente para 1993 levemente superior a US$1.000 millones, hoy dicho déficit se estima en el orden de US$ 1.900 millones. La diferencia fundamental radica en la balanza comercial, cuya proyección pasó de un superávit de US$ 737 millones a un déficit de US$ 816 millones. La explicación de esta diferencia se descompone en exportaciones que serían US$ 1.080 millones menores que las proyectadas el año pasado, producto fundamentalmente de sus menores precios en los mercados internacionales, y en importaciones superiores en cerca de US$ 470 millones. En el caso de las importaciones, la diferencia de proyección radica fundamentalmente en que el crecimiento en 1992, tanto de la actividad económica como de las importaciones, superó largamente lo previsto hacia mediados de dicho año. Así, el año 1993 comenzó con una base de importaciones superiores en más de US$ 400 millones a las supuestas en la proyección realizada en 1992. En cuanto a los servicios financieros, ahora se estima un déficit de alrededor de US$ 670 millones menor al que se proyectaba el año pasado, cambio atribuible básicamente a una menor materialización de remesa de utilidades al exterior en relación a lo previsto.

En síntesis, y dado que la suma de las transferencias y los servicios no financieros son similares a la proyección de hace un año, la diferencia de US$ 900 millones en la estimación de la cuenta corriente de la balanza de pagos se descompone principalmente en un mayor déficit comercial del orden de US$ 1.550 millones y en un menor déficit en los servicios financieros por US$ 670 millones.

La cuenta de capitales, por otro lado, se estima del orden de US$ 2.800 millones, es decir, US$ 1.000 millones superior a lo estimado hace un año, lo que compensa el mayor déficit ahora proyectado en cuenta corriente. Este mayor influjo de capitales se debe en parte importante a la expectativa de mayor inversión extranjera neta así como de créditos asociados a dicha inversión, los que en conjunto explican más de US$ 600 millones. Por último, se prevé un ingreso de capitales de corto plazo superior en unos US$ 230 millones a la estimación de hace un año.

SEGUNDA PARTE

Perspectivas y Proyecciones Macroeconómicas para 1994

SEGUNDA PARTE

PERSPECTIVAS Y PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA 1994

I. PERSPECTIVAS MACROECONOMICAS PARA 1994

Durante 1994, como en los años anteriores, los objetivos de la política macroeconómica continuarán siendo el logro de un ritmo de crecimiento satisfactorio y sostenible, en conjunto con una gradual pero persistente reducción de la tasa de inflación. Con este fin, y en coordinación con la política fiscal, la política monetaria del Banco Central buscará mantener un nivel de gasto agregado compatible con la capacidad productiva y la sólida posición de las cuentas externas, a fin de consolidar y profundizar los avances logrados en materia de reducción de la inflación. Asimismo, la política cambiaria seguirá orientada a estabilizar el tipo de cambio real dentro de rangos coherentes con el financiamiento equilibrado de la balanza de pagos en el mediano y largo plazo, generando así condiciones estables para la asignación de recursos, los pagos externos y los precios domésticos en el horizonte más largo.

La oportunidad y coherencia en la aplicación de estas políticas permitirá que durante 1994 se mantenga la trayectoria declinante de la inflación observada en los dos años previos, proyectándose el alza de precios al consumidor anual en un rango de 9% a 11% (Cuadro 19).

El logro de la meta inflacionaria para 1994 no será tarea fácil. De aquí que el Instituto Emisor considere prudente una rebaja modesta de la tasa de inflación, que permita seguir consolidando, en forma persistente y segura, la reducción gradual pero sostenida del ritmo de crecimiento de los precios. El Banco Central reitera que el proceso de estabilización de precios será de menor costo, más rápido y eficiente sólo en la medida que se cuente con la colaboración del Fisco, los empresarios y los trabajadores.

Se estima un crecimiento real del PIB coherente con lo anterior, de entre 4% y 5% para 1994. Esta tasa de crecimiento, si bien inferior a la considerada como la potencial de la economía chilena en el mediano y largo plazo, es razonablemente elevada si se considera que se producirá luego de tres años de crecimiento promedio anual por sobre el 7% y en el contexto de un entorno externo deteriorado. Se debe recordar que, desgraciadamente, la experiencia histórica chilena muestra que luego de años con crecimientos excesivos y/o significativas caídas de términos de intercambio, la economía ha experimentado severos ajustes. Desde este punto de vista, un crecimiento de 4% a 5% durante 1994 constituiría un logro en esta materia.

Al igual que en el año en curso, en 1994 el crecimiento será liderado por la formación bruta de capital fijo y por las exportaciones no tradicionales. Se estima que la primera crecería a una tasa del orden de 8%, con lo que su nivel respecto del producto superaría el 28% (Cuadro 19). Aunque su crecimiento será menor al de 1993, la formación bruta de capital fijo crecerá a un ritmo superior al del promedio de la economía, lo que tiene su explicación en el fuerte crecimiento económico de los últimos años, el agotamiento de la

capacidad ociosa, la percepción de una creciente estabilidad económica y política, y la dinámica de la inversión pública. Las exportaciones diferentes del cobre crecerían en torno a 7%, y se prevé que el ritmo de aumento de las exportaciones no tradicionales superaría el 8% real. Por otro lado, las importaciones de bienes y servicios aumentarían a un ritmo similar al de las exportaciones, con lo que la demanda agregada interna crecería a una tasa similar a la del producto.

Para 1994, se proyecta un superávit en balanza de pagos del orden de US$ 100 millones, cifra inferior en más de US$ 700 millones al superávit estimado para 1993 (Cuadro 20). En este contexto, las estimaciones de oferta y demanda de divisas indican que para el próximo año la situación en el mercado cambiario será similar a la registrada en los últimos meses, esto es, con un tipo de cambio determinado por el mercado al interior de los límites de la banda de flotación.

El superávit de balanza de pagos provendría de un déficit en cuenta corriente de US$ 2.400 millones y un superávit en la cuenta de capitales de US$ 2.500 millones. El aumento proyectado para el déficit en cuenta corriente en relación al de 1993 se explica principalmente por mayores pagos de servicios financieros por alrededor de US$ 300 millones y por el deterioro esperado en la balanza comercial en torno a US$ 150 millones. Aproximadamente dos tercios del aumento en los servicios financieros provendrían de un incremento proyectado en las remesas de utilidades de la inversión extranjera, producto tanto de los significativos volúmenes ingresados por este concepto en los últimos años, como por el vencimiento del plazo mínimo de permanencia en el país de una serie de inversiones ingresadas al amparo del Capítulo XIX del CNCI; el tercio restante se originaría en un aumento esperado en la tasa de interés internacional.

Como se señaló, el déficit de balanza comercial se estima algo superior al de 1993. Se prevé un marcado aumento en el volumen de exportaciones de productos distintos al cobre, acompañado por un crecimiento en el volumen de las exportaciones de cobre. El valor de estas últimas, sin embargo, sería similar al del año en curso debido a que se proyecta una ulterior disminución en el precio del cobre en la bolsa de metales de Londres (Cuadro 19). Los precios de los demás productos de exportación seguirían deprimidos, repuntando en términos relativos sólo a partir de 1995. Por otra parte, las importaciones crecerían en valor en torno a 7%, destacando las de bienes de capital, que aumentarían cerca de 10%, lo que tiene su explicación en el dinamismo que se espera continuará presentando la inversión.

El resto de la diferencia de la cuenta corriente de la balanza de pagos en relación a la de 1993 estaría explicado por US$ 40 millones menos en la suma de las cuentas de servicios no financieros y transferencias. En consecuencia, el déficit en cuenta corriente proyectado para 1994 sería de 5,3% del PIB.

El mencionado superávit esperado en la cuenta de capitales, por un monto de US$ 2.500 millones, se explicaría en gran medida por un influjo neto del orden de US$ 2.230 millones en los capitales de mediano y largo plazo, de los cuales más de la mitad correspondería a inversión extranjera neta. El resto del financiamiento de mediano y largo plazo provendría de líneas de crédito, donde se prevén desembolsos por unos US$ 2.500 millones y amortizaciones por alrededor de US$ 1.370. Entre dichos desembolsos destacan los asociados al DL 600, estimados en unos US$ 750 millones. Por último, la entrada neta de capitales de corto plazo sería del orden de US$ 270 millones.

Así, durante 1994 se intensificaría la tendencia al aumento de la participación de los flujos externos de mediano y largo plazo, y del capital accionario en relación a deuda, en el financiamiento externo de la balanza de pagos del país.

En síntesis, para 1994 se proyecta continuar con la reducción gradual de la inflación y con un crecimiento económico a una tasa algo menor que la de los años previos. Se proyectan déficit razonables de las cuentas externas de bienes y servicios, habida consideración de los deprimidos precios que continuarían exhibiendo nuestros principales productos de exportación. Se espera, asimismo, una política fiscal austera, que contribuya a una reducción del ritmo de crecimiento del gasto agregado y, de ese modo, a la reducción de la tasa de inflación. El panorama económico futuro se presenta auspicioso y no se visualiza la necesidad de ajustes en las políticas monetaria y cambiaria en aplicación.

II. EL PROGRAMA MONETARIO Y EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

II.1 El programa monetario

Durante 1994, el objetivo central de la política monetaria continuará siendo la reducción gradual de la tasa de inflación, lo que supone un estricto control sobre la expansión de la demanda agregada, la que debe encauzarse de acuerdo a los límites impuestos por el programa macroeconómico global. Dicho programa contempla un crecimiento real para el gasto interno de igual magnitud al del producto, de entre 4% y 5% en relación a 1993.

Las principales herramientas con que cuenta la política monetaria para este fin son, tal como se ha mencionado, las tasas de interés de corto plazo de los pagarés (PDBC y PRBC) emitidos por el Banco Central, tasas que ejercen gran influencia sobre los tipos de interés de mercado, los que a su vez afectan al gasto agregado. El Instituto Emisor ajustará las tasas de interés ofrecidas por sus documentos de corto plazo cada vez que las circunstancias lo requieran.

Como se señaló en el contexto de la política descrita, los saldos monetarios reales tienden a ajustarse a lo demandado por los agentes económicos privados. Esta demanda real de dinero varía directamente con el nivel de actividad e inversamente con variables que afectan el costo de mantener dinero, incluyendo la tasa de interés real y la inflación.

De acuerdo a las variables macroeconómicas proyectadas para 1994 que afectan la demanda de dinero, incluyendo la menor inflación antes mencionada, una tasa de interés real similar a la del año en curso y la tasa de crecimiento esperada del producto, la expansión de los saldos monetarios reales (M1A) se ubicaría en torno a 4%; una cifra similar se proyecta para el aumento del circulante y la emisión.

Las tasas de crecimiento proyectadas para los agregados monetarios son similares a la tasa de crecimiento proyectada para el producto. Este resultado es indicativo de que las disminuciones proyectadas para el costo de mantener dinero son insuficientes para generar un aumento significativo en la demanda de saldos monetarios reales por sobre la evolución que genera el crecimiento económico.

II.2. El balance del Banco Central

Las proyecciones macroeconómicas comentadas anteriormente, en conjunto con los antecedentes monetarios examinados y los compromisos financieros previsibles del Banco Central, permiten estimar la evolución del balance global de la entidad y evaluar la coherencia de sus resultados.

Los flujos de fondos asociados a diversas operaciones del Banco Central son considerados en el programa de caja o programa monetario. Las proyecciones patrimoniales consideran adicionalmente el devengo de intereses y reajustes que afectan a los diversos activos y pasivos de la institución. A continuación se presenta, en primer término, la proyección de caja correspondiente a la gestión monetaria del año 1994, y posteriormente se revisa la posición patrimonial del Banco Central estimada para fines del próximo año.

II.2.1 Presupuesto de caja

Para propósitos analíticos, las principales partidas del balance del Banco Central pueden clasificarse de acuerdo a activos netos y pasivos que dan origen a ingresos y egresos de fondos, tanto en moneda nacional como extranjera. Los pasivos se agrupan en dos categorías:

a) el circulante (C), que es la fracción del dinero del sector privado que éste mantiene fuera del sistema bancario y,

b) los pasivos externos de mediano y largo plazo (PEMLP), que corresponden a la deuda externa del Banco Central no incluida en la definición de Reservas Internacionales Netas.

A su vez, por el lado de los activos, se consideran dos categorías de activos netos:

a) reservas internacionales netas (RIN), que incluyen a los activos externos más líquidos, netos de los pasivos externos de corto plazo, y

b) activos domésticos netos (ADN), que equivalen a la diferencia entre el circulante más los pasivos externos de mediano y largo plazo y las reservas internacionales netas. Entre los ADN se incluyen los distintos activos domésticos brutos –créditos al sistema bancario y al sector privado entre otros– y los pasivos internos, i.e. el capital, la deuda interna y los depósitos del sistema financiero, entre otros.

Por identidad contable, las fluctuaciones netas de activos asociadas a flujos de caja son equivalentes a las

fluctuaciones de la misma naturaleza de los pasivos. En esta perspectiva, se plantea la siguiente identidad para los flujos de caja, donde el símbolo "d" representa variaciones asociadas a los flujos de caja de las respectivas variables:

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

lo que puede expresarse como:

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

La variación del circulante se vincula con la expansión de la demanda de liquidez, la que se estima sobre la base de la variación esperada en la demanda de dinero. A su vez, la variación de reservas internacionales netas (RIN) equivale al saldo de la balanza de pagos. Por último, la variación de los PEMLP (deuda externa del Banco Central) se deriva de las estimaciones de los flujos netos de créditos externos del Banco Central.

Los flujos de caja esperados en estas partidas para 1994 son los siguientes:

Circulante	$	78 mil millones
Reservas internacionales netas	$	48 mil millones
Pasivos externos	$	-16 mil millones

Estas variaciones implican, a partir de la condición de equilibrio que se deriva de la identidad entre ingresos y egresos de caja, que los activos domésticos netos deben aumentar, como contrapartida de flujos de caja asociados, en $ 14 mil millones.

Adicionalmente, se proyectan para 1994 vencimientos de activos domésticos netos por $ 182 mil millones. Al combinar esta cifra con la expansión requerida de $ 14 mil millones antes mencionada, se deduce que existiría un margen disponible para rescate de pagarés por $ 196 mil millones. Esto permitiría que el endeudamiento interno del Banco Central creciera menos que la acumulación de intereses y reajustes devengados por su stock de deuda. Dichos intereses y reajustes se estiman en $ 908 mil millones, con lo que el incremento nominal de la deuda interna, después del rescate de papeles, sería de $ 712 mil millones.

II.2.2 Balance del Banco Central

Las operaciones de caja referidas en el punto anterior, junto a los intereses y reajustes devengados por cada partida del balance durante el período en referencia, permiten programar la fluctuación nominal total de éstos. En base al escenario de proyecciones macroeconómicas anteriormente descrito, es posible estimar las variaciones por concepto de intereses y reajustes. Con las variaciones así calculadas y los saldos del período base, se obtiene la estimación del balance patrimonial del Banco Central para 1994 (Cuadro 21).

Hacia fines de 1994, si el conjunto de variables económicas y financieras evoluciona en los rangos proyectados, el endeudamiento interno del Banco Central a través de pagarés llegaría a unos $ 6.143 mil millones, comparado con un nivel estimado de $ 5.431 mil millones a diciembre de 1993. Esto es, se verificaría un aumento nominal de dicha deuda de alrededor de 13% en el año, lo que supera entre 2 y 4 puntos porcentuales la inflación proyectada. Teniendo en cuenta que la estimación de crecimiento del producto para 1994 es algo superior a ese rango, se obtiene que la relación deuda interna del Banco Central sobre PIB tendería a disminuir ligeramente respecto del nivel proyectado para fines del año en curso, previsto en torno a 34%.

En términos del patrimonio del Banco Central, se proyecta un aumento nominal algo superior al 1% en 1994. Esto equivale a estimar una pérdida contable, después de corrección monetaria, del orden de US$ 150 millones.

Dicha pérdida contable se explica fundamentalmente por la elevada posición –activos en exceso de pasivos– en moneda extranjera que mantiene el Banco Central, saldo que es financiado con deuda interna, en un contexto de tasas de interés internas superiores a las externas. Esta posición en moneda extranjera se origina en la tenencia de reservas internacionales por alrededor de US$ 10.000 millones y pagarés fiscales denominados en moneda extranjera por US$ 7.500 millones, montos que superan holgadamente a los pasivos en moneda extranjera, los cuales son del orden de US$ 3.300 millones. La diferencia entre activos y pasivos en divisas implica por el momento importantes pérdidas contables, dada la actual relación de tasas de interés internas y externas. Estas pérdidas, sin embargo, no necesariamente se seguirán produciendo a futuro, puesto que, de una parte, las proyecciones internacionales indican que las tasas de interés externas –en dólares– tenderán a subir y, por otra, el exceso de activos sobre pasivos en moneda extranjera tenderá probablemente a disminuir en el tiempo.

CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1

TASA DE INTERES DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL

(Tasa de corte anual sobre UF)

Fecha	PRBC		PRC (a) (b)						
	90 días	360 días	4 años	6 años	8 años	10 años	12 años	14 años	20 años
1992									
Enero	4,7	4,9	5,2	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Febrero	4,7	5,4	5,9	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Marzo, 31	5,2	5,6	6,1	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
Abril	5,2	5,6	6,1	6,3	6,4	6,5	(-)	(-)	(-)
Mayo	5,2	5,7	6,5	6,6	6,7	6,7	(-)	(-)	(-)
Junio	5,2	5,6	6,2	6,4	6,4	6,4	(-)	(-)	(-)
Julio	5,2	5,4	5,9	6,2	6,3	6,3	(-)	(-)	(-)
Agosto, 20	5,7	5,6	6,2	6,5	6,5	6,5	(-)	(-)	(-)
Septiembre	5,7	6,2	7,3	7,4	7,3	7,4	(-)	(-)	(-)
Octubre	5,7	6,3	7,0	7,1	7,1	7,1	(-)	(-)	(-)
Noviembre, 2	6,5	7,1	7,7	7,8	7,7	7,7	(-)	(-)	(-)
Diciembre	6,5	7,4	7,7	7,7	7,4	7,5	(-)	(-)	(-)
Promedio	**5,5**	**5,9**	**6,6**	**6,9**	**6,9**	**7,0**	**(-)**	**(-)**	**(-)**
1993									
Enero	6,5	7,3	7,7	7,7	7,6	7,6	(-)	(-)	(-)
Febrero	6,5	7,2	7,6	7,6	7,5	7,5	7,4	7,4	7,2
Marzo	6,5	7,3	7,6	(-)	7,5	7,5	7,4	7,4	7,3
Abril	6,5	7,1	7,6	(-)	7,5	7,5	7,4	7,4	7,3
Mayo	6,5	7,1	7,7	(-)	7,7	7,6	7,6	7,6	7,4
Junio	6,5	7,0	7,4	(-)	7,4	7,4	7,3	7,3	7,2
Julio	6,5	7,2	7,2	(-)	7,0	7,0	6,9	6,9	6,8
Promedio (c)	**6,5**	**7,2**	**7,5**	**7,7**	**7,4**	**7,4**	**7,3**	**7,3**	**7,2**

(a) A contar de las licitaciones del día 2 de abril de 1992, el Banco Central comenzó a licitar PRC a seis, ocho y diez años.

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

(c) Promedio de los primeros siete meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 2

TASAS DE INTERES REAJUSTABLES DE 90 A 365 DIAS

(Promedios mensuales del sistema financiero)

Fecha	Captación	Colocación	Spread
1987 Promedio	4,3	7,3	3,0
1988 Promedio	4,6	7,6	3,1
1989 Promedio	6,8	9,4	2,7
1990 Promedio	9,4	13,3	3,8
1991 Promedio	5,4	8,5	3,1
1992 Promedio	5,3	8,1	2,9
1993 Promedio (a)	6,4	9,2	2,7
1991			
Enero	6,2	9,2	3,0
Febrero	6,1	9,2	3,1
Marzo	5,7	8,8	3,1
Abril	5,5	8,4	2,9
Mayo	5,5	8,8	3,3
Junio	5,3	8,8	3,5
Julio	5,2	8,3	3,0
Agosto	5,3	8,5	3,2
Septiembre	5,3	8,1	2,8
Octubre	5,3	8,1	2,8
Noviembre	5,0	8,0	3,0
Diciembre	4,8	7,7	2,9
1992			
Enero	4,5	7,7	3,2
Febrero	4,8	7,6	2,8
Marzo	5,5	8,3	2,9
Abril	5,1	8,2	3,2
Mayo	5,0	8,0	2,9
Junio	5,0	7,8	2,8
Julio	4,9	8,0	3,0
Agosto	5,2	8,0	2,8
Septiembre	5,6	8,2	2,6
Octubre	5,4	8,3	2,9
Noviembre	6,0	8,8	2,8
Diciembre	6,0	8,8	2,8
1993			
Enero	6,2	9,0	2,8
Febrero	6,3	9,1	2,8
Marzo	6,4	9,0	2,6
Abril	6,4	9,1	2,6
Mayo	6,6	9,3	2,7
Junio	6,4	9,1	2,7
Julio	6,7	9,6	2,9

(a) Promedio a julio.
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 3

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

(Variaciones nominales porcentuales)

Fecha	Mes					Año (a)					12 Meses				
	E	C	M1A trad.	M1A corr.	M7	E	C	M1A trad.	M1A corr.	M7	E	C	M1A trad.	M1A corr.	M7
1992															
Enero	-1,5	1,0	6,2	5,4	3,2	-1,5	1,0	6,2	5,4	3,2	39,5	34,0	26,6	s/i	34,9
Febrero	-3,5	5,0	-1,8	0,7	2,3	-5,0	6,1	4,3	6,1	5,6	35,4	31,9	22,3	s/i	35,2
Marzo	71,5	3,4	40,9	27,3	2,6	62,9	9,7	47,1	35,1	8,3	125,1	30,8	55,7	s/i	35,6
Abril	-12,5	2,5	-4,9	-2,4	0,3	42,6	12,4	39,9	31,9	8,7	84,0	33,9	52,1	s/i	35,5
Mayo	-29,0	-1,0	-10,9	-8,8	0,8	1,3	11,3	24,7	20,3	9,5	27,7	32,7	42,6	s/i	35,5
Junio	-3,8	0,4	-2,3	-0,5	3,3	-2,6	11,8	21,8	19,7	13,1	24,4	36,2	43,3	46,0	35,4
Julio	-0,6	-2,4	-2,2	-2,5	2,7	-3,2	9,1	19,2	16,7	16,2	33,1	34,4	46,2	45,7	34,9
Agosto	-1,9	-1,5	-3,1	0,6	1,6	-5,0	7,4	15,5	17,4	18,0	34,0	32,7	39,7	43,6	33,8
Septiembre	15,5	6,9	3,2	2,2	1,3	9,7	14,9	19,1	20,0	19,6	31,5	30,3	29,1	35,4	31,2
Octubre	-6,5	-3,6	-3,5	-4,4	2,2	2,5	10,7	14,9	14,7	22,2	30,4	29,4	27,3	30,3	31,1
Noviembre	-5,2	1,5	-2,6	0,7	3,0	-2,8	12,3	11,9	15,5	25,9	25,3	30,1	31,8	32,1	30,5
Diciembre	15,8	14,6	13,0	12,5	2,5	12,6	28,7	26,4	29,9	29,0	12,6	28,7	26,4	29,9	29,0
1993															
Enero	-0,2	1,6	11,2	9,6	3,8	-0,2	1,6	11,2	9,6	3,8	14,1	29,5	32,4	35,1	29,8
Febrero	11,0	5,7	1,9	1,3	0,6	10,8	7,4	13,3	11,0	4,4	31,2	30,4	37,3	35,8	27,6
Marzo	-7,2	-0,5	-1,2	0,2	0,9	2,8	6,9	11,9	11,2	5,3	-29,0	25,5	-3,8	6,9	25,5
Abril (b)	0,6	-0,2	-0,1	0,6	1,7	3,4	6,7	11,9	11,9	7,2	-18,4	22,2	1,1	10,1	27,2
Mayo (b)	2,0	-1,2	-1,9	-2,8	0,9	5,5	5,4	9,7	8,8	8,2	17,3	22,0	11,2	17,3	27,4
Junio (b)	-4,3	-0,6	-4,1	-0,3	2,6	1,0	4,8	5,2	8,5	10,9	16,7	20,7	9,2	17,5	26,5
Julio (b)	2,7	-0,6	-0,2	-1,7	2,3	3,6	4,2	5,0	6,6	13,5	20,5	22,9	11,4	18,5	26,0

E: Emisión
C: Circulante
M1A tradicional: Circulante + Cuentas corrientes del sector privado no financiero netas de canje + Depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes
M1A corregido: M1A tradicional + Canje interfinanciero
M7: M1A tradicional + Depósitos a plazo del sector privado + Depósitos de ahorro a la vista y a plazo incluidos los de vivienda + Documentos del Banco Central en poder del sector privado no financiero + Pagarés de la Tesorería en poder del sector privado no financiero + Letras de crédito en poder del sector privado no financiero + Depósitos en moneda extranjera del sector privado
s/i: Sin información disponible.
(a) Acumulado en el año respecto a diciembre del año anterior.
(b) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 4

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

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

Fecha	MONEDA NACIONAL (a) (Miles de millones de $)															MONEDA EXTRANJERA (b) (Millones de US$)					TOTAL (c) (Miles de millones de $)		
	Efectivas (d)	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Hipote-carias	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Efectivas	% Var. US$ mes	% Var. $ mes	% Var. $ 12 ms	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. 12 ms	% Var. real 12 ms
1992																							
Enero	3.537	2,9	19,0	1,8	1,0	831	3,2	34,7	2,1	14,3	4.369	2,9	21,7	1,8	3,3	3.179	4,2	5,2	28,6	9,1	5.560	23,1	4,5
Febrero	3.600	1,8	21,1	0,6	2,1	851	2,4	35,5	1,2	14,2	4.451	1,9	23,7	0,7	4,2	3.244	2,0	-2,5	23,5	4,1	5.612	23,6	4,2
Marzo	3.655	1,5	22,5	0,9	2,9	870	2,2	36,6	1,6	14,8	4.525	1,7	25,0	1,0	5,0	3.280	1,1	-1,9	22,2	2,7	5.665	24,4	4,5
Abril	3.686	0,9	23,6	1,1	4,4	880	1,1	36,0	1,3	15,0	4.566	0,9	25,8	1,1	6,3	3.384	3,2	4,1	29,1	9,1	5.752	26,5	6,9
Mayo	3.735	1,3	23,7	0,5	5,0	894	1,6	35,5	0,7	15,1	4.629	1,4	25,8	0,6	6,8	3.528	4,3	3,3	35,8	15,3	5.853	27,7	8,5
Junio	3.777	1,1	23,6	-0,1	5,8	911	1,9	34,5	0,7	15,0	4.688	1,3	25,6	0,1	7,4	3.587	1,7	2,1	38,5	18,5	5.937	28,1	9,6
Julio	3.884	2,8	24,1	1,8	7,6	928	1,9	33,1	0,8	15,3	4.812	2,6	25,8	1,6	9,0	3.659	2,0	5,2	51,2	31,0	6.127	30,5	13,1
Agosto	3.999	3,0	25,5	2,1	9,8	941	1,4	30,4	0,6	14,1	4.940	2,7	26,4	1,8	10,6	3.721	1,7	3,1	50,7	32,7	6.295	30,9	14,6
Septiembre	4.143	3,6	27,5	2,4	12,1	969	3,0	30,1	1,8	14,3	5.112	3,5	27,9	2,3	12,5	3.804	2,2	5,1	50,9	32,7	6.537	32,3	16,3
Octubre	4.259	2,8	29,2	1,1	13,1	991	2,2	29,7	0,6	13,6	5.250	2,7	29,3	1,0	13,2	3.911	2,8	3,2	49,7	31,1	6.720	33,3	16,7
Noviembre	4.438	4,2	32,5	2,1	15,7	1.020	2,9	30,6	0,9	14,0	5.458	4,0	32,1	1,9	15,4	3.991	2,0	1,4	39,5	21,8	6.948	33,6	16,7
Diciembre	4.630	4,3	34,6	2,8	18,6	1.048	2,8	30,0	1,3	14,5	5.678	4,0	33,8	2,6	17,8	4.093	2,6	4,7	37,9	21,4	7.239	34,6	18,6
1993																							
Enero	4.727	2,1	33,6	1,0	17,7	1.071	2,2	28,8	1,1	13,4	5.798	2,1	32,7	1,0	16,9	4.188	2,3	2,6	34,4	18,4	7.399	33,1	17,2
Febrero	4.811	1,8	33,7	1,6	18,8	1.090	1,8	28,1	1,6	13,9	5.902	1,8	32,6	1,6	17,9	4.254	1,6	2,2	41,0	25,4	7.539	34,3	19,5
Marzo	4.903	1,9	34,1	1,6	19,8	1.103	1,2	26,7	0,9	13,2	6.006	1,8	32,7	1,5	18,5	4.249	-0,1	1,4	45,8	30,2	7.667	35,3	20,9
Abril	5.044	2,9	36,8	2,4	21,4	1.120	1,6	27,3	1,1	12,9	6.164	2,6	35,0	2,2	19,8	4.182	-1,6	1,0	41,5	25,5	7.841	36,3	21,0
Mayo (e)	5.224	3,6	39,9	2,7	24,0	1.141	1,9	27,6	1,0	13,3	6.365	3,3	37,5	2,4	22,0	4.120	-1,5	-0,8	36,1	20,8	8.032	37,2	21,8
Junio (e)	5.336	2,1	41,3	0,7	24,9	1.169	2,5	28,4	1,1	13,7	6.505	2,2	38,8	0,8	22,9	4.089	-0,8	-0,7	32,6	17,5	8.163	37,5	21,8
Julio (e)	5.432	1,8	39,8	0,5	23,6											4.063	-0,6	-0,6	24,9	10,4			

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

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

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

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

(e) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 5

TIPO DE CAMBIO OBSERVADO REAL

(Base: promedio 1986 = 100)

Fecha	INDICE TOTAL (a)			INDICE SIN AMERICA LATINA (b)		
	Indice	Variaciones		Indice	Variaciones	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1988 Promedio	111,2	-	6,6 (c)	108,3	-	4,0 (c)
1989 Promedio	108,6	-	-2,3 (c)	101,8	-	-6,0 (c)
1990 Promedio	112,7	-	3,8 (c)	99,2	-	-2,5 (c)
1991 Promedio (d)	106,4	-	-5,6 (c)	95,5	-	-3,8 (c)
1992 Promedio (d)	97,8	-	-8,1 (c)	88,5	-	-7,3 (c)
1992 (d)						
Enero	103,8	-1,2	-9,2	94,2	-1,5	-9,1
Febrero	97,9	-5,7	-15,1	88,4	-6,2	-15,2
Marzo	96,3	-1,7	-13,8	86,5	-2,1	-13,3
Abril	94,4	-1,9	-12,5	85,2	-1,6	-11,5
Mayo	94,5	0,1	-9,5	85,5	0,4	-8,6
Junio	97,5	3,2	-4,9	88,5	3,4	-3,4
Julio	99,6	2,1	-2,9	90,7	2,5	-0,5
Agosto	101,1	1,6	-1,8	91,8	1,2	0,4
Septiembre	101,0	-0,1	-3,3	91,5	-0,4	-1,5
Octubre	97,6	-3,4	-4,6	88,2	-3,6	-3,9
Noviembre	95,1	-2,5	-8,4	85,7	-2,9	-8,6
Diciembre	95,3	0,2	-9,3	85,7	0,0	-10,4
1993 (d)						
Enero	95,7	0,4	-7,8	85,8	0,1	-8,9
Febrero	96,4	0,7	-1,6	86,3	0,6	-2,4
Marzo	98,8	2,5	2,6	88,6	2,7	2,4
Abril	100,2	1,4	6,1	90,2	1,8	5,8
Mayo	100,2	0,0	6,1	90,2	0,0	5,5
Junio	99,0	-1,2	1,5	89,1	-1,2	0,7

(a) Se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cuociente entre la inflación externa relevante y el IPC. La inflación externa se calcula con los IPM de los principales socios comerciales, expresados en dólares, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones y exportaciones (excluido el petróleo) que Chile realiza desde ellos (aproximadamente un 75% del comercio global de Chile en 1989, excluidos el petróleo y el cobre). Tanto los IPM como los tipos de cambio de los países se incorporan en forma de variaciones mensuales.

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

(c) Variación media anual.

(d) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro 6

PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL
(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior) (a)

Período	TRIMESTRE				AÑO
	I	II	III	IV	
1989	8,9	14,7	9,5	7,7	10,2
1990	7,3	2,4	0,3	1,8	3,0
1991	2,2	4,8	6,9	10,6	6,1
1992	9,7	8,4	13,8	9,4	10,3
1993 (b)	8,0	6,7			

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 7

EVOLUCION SECTORIAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL (a)

(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior)

Sectores	1992					1993		
	1er trim.	2do trim.	3er trim.	4to trim.	Año	1er trim.	2do trim.	1er sem.
Agropecuario y silvícola	2,9	3,3	7,1	5,1	4,0	-0,3	0,4	0,0
Pesca	15,6	10,0	21,0	-8,7	10,5	-1,5	-5,4	-3,3
Minería	-1,8	-0,6	8,4	0,5	1,5	3,3	1,2	2,2
Industria manufacturera	12,4	8,2	16,5	7,4	11,0	6,4	5,1	5,8
Electricidad, gas y agua	37,0	25,7	17,8	13,7	22,6	6,2	4,6	5,3
Construcción	9,3	6,9	12,7	21,7	12,8	16,4	14,6	15,5
Comercio, hoteles y restaurantes	12,2	12,1	18,1	14,0	14,0	12,8	11,2	12,0
Transporte y comunicaciones	14,6	12,3	19,1	11,3	14,2	8,6	8,5	8,6
Servicios financieros	10,5	9,6	14,0	10,4	11,1	9,5	8,2	8,9
Propiedad de vivienda	1,8	1,7	1,6	1,4	1,6	2,2	2,4	2,3
Servicios personales	3,6	3,3	3,9	3,7	3,7	4,4	4,0	4,1
Administración pública	3,1	2,5	3,3	3,3	3,0	1,6	1,8	1,7
Subtotal	**8,9**	**7,5**	**12,8**	**8,6**	**9,4**	**7,0**	**6,0**	**6,5**
Menos: Imputaciones bancarias	9,5	8,0	14,7	9,5	10,4	8,6	6,9	7,8
Más: IVA	10,0	8,6	12,9	11,1	10,7	10,5	8,2	9,3
Más: Derechos de importación	26,2	28,0	33,1	20,6	26,9	22,9	16,7	19,8
Total PIB	**9,7**	**8,4**	**13,8**	**9,4**	**10,3**	**8,0**	**6,7**	**7,7**

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 8

GASTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO

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

Especificación	I SEMESTRE 1992	II SEMESTRE 1992	I SEMESTRE 1993 (b)
Gasto en consumo final de hogares e instituciones privadas sin fines de lucro	8,3	11,6	8,3
Gasto en consumo final de gobierno	4,8	5,6	4,7
Formación bruta de capital fijo	19,8	27,3	24,1
Exportaciones de bienes y servicios	16,3	17,4	2,5
Importaciones de bienes y servicios	22,3	22,5	16,7
Gasto del PIB	**9,1**	**11,5**	**7,4**

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 9

EMPLEO Y DESOCUPACION EN TODO EL PAIS (a)

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

Fecha	FUERZA DE TRABAJO		OCUPADOS		DESOCUPADOS						TASA DE DESOCUPACION
	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	Buscan trab. por 1° vez	% Var. 12 meses	Cesantes	% Var. 12 meses	
1988 Promedio	4.460,3	3,6 (b)	4.091,9	4,9 (b)	368,4	-8,2 (b)	61,6	-16,2 (b)	306,9	-6,4 (b)	8,3
1989 Promedio	4.594,1	3,0 (b)	4.304,3	5,2 (b)	289,8	-21,4 (b)	48,5	-21,2 (b)	241,3	-21,4 (b)	6,3
1990 Promedio	4.671,8	1,7 (b)	4.391,7	2,0 (b)	280,1	-3,3 (b)	40,8	-16,0 (b)	239,4	-0,8 (b)	6,0
1991 Promedio	4.731,3	1,3 (b)	4.423,7	0,7 (b)	307,6	9,8 (b)	40,9	0,2 (b)	266,8	11,5 (b)	6,5
1992 Promedio	4.843,9	2,4 (b)	4.606,4	4,1 (b)	237,5	-22,8 (b)	37,6	-8,1 (b)	199,9	-25,0 (b)	4,9
1992											
Enero	4.821,6	1,9	4.582,8	2,6	238,8	-10,2	36,0	-15,7	202,8	-9,2	5,0
Febrero	4.845,9	2,0	4.612,9	3,0	233,0	-13,8	38,0	-6,2	195,0	-15,2	4,8
Marzo	4.839,4	1,5	4.599,6	2,9	239,8	-19,4	43,2	-6,5	196,6	-21,8	5,0
Abril	4.821,2	1,9	4.599,8	3,6	221,4	-24,6	42,9	3,0	178,5	-29,2	4,6
Mayo	4.796,2	2,5	4.575,6	4,6	220,5	-27,2	38,7	-10,1	181,9	-30,0	4,6
Junio	4.785,8	3,0	4.552,1	5,1	233,7	-25,6	37,3	-9,9	196,4	-28,0	4,9
Julio	4.786,4	2,3	4.540,8	4,8	245,6	-29,1	33,8	-20,9	211,8	-30,2	5,1
Agosto	4.818,8	2,2	4.561,8	4,6	257,0	-27,1	34,2	-16,7	222,8	-28,4	5,3
Septiembre	4.838,5	1,9	4.580,7	4,3	257,8	-27,8	38,2	-6,9	219,6	-30,5	5,3
Octubre	4.870,1	2,4	4.620,6	4,5	249,6	-25,4	37,8	-3,4	211,8	-28,3	5,1
Noviembre	4.913,0	2,9	4.677,4	4,6	235,6	-22,2	37,3	1,9	198,3	-25,5	4,8
Diciembre	4.990,4	4,1	4.773,3	5,1	217,1	-14,4	33,3	-2,6	183,8	-16,3	4,4
1993											
Enero	5.032,3	4,4	4.813,3	5,0	219,0	-8,3	35,5	-1,3	183,4	-9,6	4,4
Febrero	5.057,0	4,4	4.842,0	5,0	215,0	-7,7	35,7	-6,0	179,2	-8,1	4,3
Marzo	5.061,9	4,6	4.836,6	5,2	225,3	-6,1	34,2	-20,8	191,1	-2,8	4,5
Abril	5.057,5	4,9	4.835,7	5,1	221,8	0,2	32,5	-24,3	189,3	6,1	4,4
Mayo	5.030,2	4,9	4.800,2	4,9	230,0	4,3	32,2	-16,6	197,8	8,7	4,6
Junio	5.008,2	4,6	4.774,7	4,9	233,5	-0,1	30,9	-17,0	202,6	3,2	4,7

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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 10

INDICES DE PRECIOS

Fecha	AL CONSUMIDOR (Base: abril 1989 = 100)			AL POR MAYOR (Base: junio 1992 = 100)		
	Indice	Variaciones		Indice	Variaciones	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1988 Promedio	89,92	-	12,7 (a)	53,40	-	3,3 (a)
1989 Promedio	105,23	-	21,4 (a)	61,46	-	22,8 (a)
1990 Promedio	132,63	-	27,3 (a)	74,84	-	25,7 (a)
1991 Promedio	161,52	-	18,7 (a)	90,95	-	16,5 (a)
1992 Promedio	186,44	-	12,7 (a)	101,61	-	8,9 (a)
1992						
Enero	177,91	1,1	19,5	98,75	0,5	16,9
Febrero	176,79	-0,6	18,6	98,29	-0,5	15,5
Marzo	178,03	0,7	18,0	98,17	-0,1	14,3
Abril	180,37	1,3	17,4	98,58	0,4	14,2
Mayo	182,30	1,1	15,8	99,23	0,7	12,4
Junio	183,55	0,7	14,5	100,00	0,8	10,5
Julio	185,60	1,1	13,7	101,58	1,6	10,1
Agosto	188,25	1,4	13,9	102,84	1,2	10,8
Septiembre	192,63	2,3	15,1	104,45	1,6	11,2
Octubre	195,38	1,4	13,4	104,90	0,4	9,3
Noviembre	198,17	1,4	14,0	105,64	0,7	8,1
Diciembre	198,31	0,1	12,7	106,95	1,2	8,9
1993						
Enero	198,64	0,2	11,7	105,97	-0,9	7,3
Febrero	199,44	0,4	12,8	105,70	-0,3	7,5
Marzo	200,57	0,6	12,7	106,77	1,0	8,8
Abril	203,38	1,4	12,8	108,03	1,2	9,6
Mayo	206,35	1,5	13,2	109,61	1,5	10,5
Junio	207,37	0,5	13,0	109,93	0,3	9,9
Julio	209,41	1,0	12,8	110,54	0,6	8,8

(a) Variación diciembre a diciembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 11

REAJUSTE INICIAL REAL CONVENIDO EN NEGOCIACIONES COLECTIVAS
(En porcentaje)

Período	SINDICATOS	GRUPOS	TOTAL
1991			
Enero-Marzo	3,4	2,2	3,2
Abril-Junio	2,4	4,3	2,8
Julio-Septiembre	1,2	2,0	1,3
Octubre-Diciembre	2,2	1,4	2,1
1992			
Enero-Marzo	3,6	2,3	3,3
Abril-Junio	2,0	2,8	2,1
Julio-Septiembre	2,3	2,2	2,3
Octubre-Diciembre	3,0	2,1	2,9
1993			
Enero-Marzo	2,4	1,9	2,3

Fuente: Dirección del Trabajo.

Cuadro 12

INDICE GENERAL DE REMUNERACIONES

(Base: diciembre 1982 = 100)

Fecha	NOMINAL				REAL			
	Indice	Variación porcentual			Indice	Variación porcentual		
		Mes	12 meses	Promedio (a)		Mes	12 meses	Promedio (a)
1988 Promedio	289,98	-	17,5 (b)	22,2	100,57	-	4,3 (b)	6,5
1989 Promedio	345,77	-	25,2 (b)	19,2	102,51	-	3,1 (b)	1,9
1990 Promedio	443,83	-	33,8 (b)	28,4	104,40	-	5,0 (b)	1,8
1991 Promedio	566,84	-	21,9 (b)	27,7	109,52	-	2,7 (b)	4,9
1992 Promedio	683,95	-	17,1 (b)	20,7	114,46	-	3,9 (b)	4,5
1992								
Enero	644,10	2,1	21,1	21,1	112,94	1,0	1,4	1,4
Febrero	649,79	0,9	21,9	21,5	114,66	1,5	2,8	2,1
Marzo	655,58	0,9	22,0	21,7	114,88	0,2	3,3	2,5
Abril	668,03	1,9	22,6	21,9	115,54	0,6	4,5	3,0
Mayo	672,90	0,7	21,8	21,9	115,15	-0,3	5,2	3,4
Junio	677,90	0,7	21,1	21,8	115,22	0,1	5,8	3,8
Julio	687,75	1,5	22,2	21,8	115,60	0,3	7,5	4,3
Agosto	692,33	0,7	22,8	22,0	114,73	-0,8	7,8	4,8
Septiembre	698,74	0,9	20,1	21,7	113,16	-1,4	4,4	4,7
Octubre	706,79	1,2	18,5	21,4	112,86	-0,3	4,5	4,7
Noviembre	714,67	1,1	17,6	21,0	112,51	-0,3	3,2	4,6
Diciembre	738,80	3,4	17,1	20,7	116,22	3,3	3,9	4,5
1993								
Enero	757,35	2,5	17,6	17,6	118,94	2,3	5,3	5,3
Febrero	758,65	0,2	16,8	17,2	118,67	-0,2	3,5	4,4
Marzo	761,05	0,3	16,1	16,8	118,37	-0,3	3,0	3,9
Abril	769,77	1,1	15,2	16,4	118,08	-0,3	2,2	3,5

(a) Variación del promedio acumulado a ese mes respecto al promedio acumulado a igual mes del año anterior.
(b) Variación diciembre a diciembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 13

BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	PRIMER SEMESTRE 1992	PRIMER SEMESTRE 1993
I. CUENTA CORRIENTE	**143**	**-583**	**202**	**-737**
A. Balanza comercial	1.576	749	893	-136
1. Exportaciones FOB	8.929	9.986	5.019	4.816
2. Importaciones FOB	-7.354	-9.237	-4.126	-4.952
B. Servicios no financieros	36	96	113	104
C. Servicios financieros	-1.809	-1.860	-996	-914
D. Transferencias	340	431	191	208
II. CUENTA DE CAPITALES	**813**	**2.897**	**1.196**	**1.437**
A. Capitales de mediano y largo plazo	1.032	1.231	421	905
1. Inversión extranjera (a)	453	605	228	489
a) Del exterior	551	1.031	452	668
b) Al exterior	-98	-426	-224	-179
2. Desembolsos créditos DL 600	458	328	78	316
3. Otros desembolsos (b)	1.152	1.376	617	696
4. Amortizaciones	-1.006	-1.115	-495	-586
5. Otros (c)	-24	38	-7	-10
B. Capitales de corto plazo	-219	1.666	775	532
1. Líneas comerciales bancarias	-295	1.556	662	329
2. Otros	77	110	113	203
III. ERRORES Y OMISIONES	**282**	**185**	**40**	**-107**
IV. SALDO BALANZA DE PAGOS	**1.238**	**2.498**	**1.438**	**594**

(a) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, Capítulo XIX e inversiones al exterior.
(b) Incluye bonos emitidos por la República de Chile.
(c) Incluye pago de reversión de retiming en 1991, financiamiento por leasing y variación de activos externos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 14

BALANZA COMERCIAL
(Enero-julio 1993)

Especificación	Millones de dólares				Variaciones porcentuales (a)			
	1er trim.	2do trim.	1er sem.	enero-julio	1er trim.	2do trim.	1er sem.	enero-julio
SALDO BALANZA COMERCIAL	**-76**	**-60**	**-136**	**-295**	**-116,8**	**-113,6**	**-115,2**	**-131,8**
Exportaciones totales (FOB)	**2.403**	**2.413**	**4.816**	**5.584**	**-2,0**	**-6,0**	**-4,0**	**-6,2**
Cobre	865	851	1.716	1.953	1,6	-9,5	-4,2	-8,7
Otras principales (b)	787	771	1.557	1.795	-10,4	-13,3	-11,9	-12,7
Resto	752	792	1.543	1.836	3,9	7,3	5,6	4,2
Importaciones totales (CIF)	**2.707**	**2.698**	**5.404**	**6.420**	**23,0**	**15,7**	**19,3**	**16,3**
Importaciones totales (FOB)	**2.479**	**2.473**	**4.952**	**5.879**	**23,8**	**16,4**	**20,0**	**16,9**
Bienes de consumo	488	463	951	1.137	27,0	12,1	19,3	16,5
Bienes intermedios	1.379	1.434	2.814	3.360	13,1	11,5	12,3	9,9
Combustibles	280	311	591	667	13,7	15,4	14,6	2,7
Resto	1.099	1.123	2.223	2.693	12,9	10,5	11,7	11,9
Bienes de capital	840	800	1.640	1.923	40,8	26,5	33,5	29,2

(a) Respecto al mismo período de 1992.
(b) Incluye hierro, salitre y yodo, plata, minerales de oro, fruta, harina de pescado, madera aserrada, rollizos y maderas cepilladas, celulosas, metanol, carbonato de litio, óxido y ferromolibdeno, oro metálico y metal doré.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 15

EXPORTACIONES DE BIENES
(A julio de cada año)

Especificación	Millones de dólares				Variación porcentual (a)		
	1990	1991	1992	1993	1991	1992	1993
Total	**5.024,6**	**5.324,7**	**5.955,5**	**5.584,4**	**6,0**	**11,8**	**-6,2**
Cobre	2.113,2	2.051,1	2.138,2	1.953,2	-2,9	4,2	-8,7
Otros productos principales	1.673,2	1.855,0	2.055,5	1.795,3	10,9	10,8	-12,7
Hierro	77,5	104,1	87,9	63,1	34,3	-15,6	-28,2
Salitre y yodo	76,8	64,4	82,3	67,7	-16,1	27,8	-17,7
Plata metálica	56,9	31,9	59,8	51,9	-43,9	87,5	-13,2
Minerales de oro	56,4	35,2	29,9	25,7	-37,6	-15,1	-14,0
Fruta fresca	631,7	784,1	762,4	717,5	24,1	-2,8	-5,9
Harina de pescado	233,2	262,9	351,4	189,4	12,7	33,7	-46,1
Madera aserrada	87,6	98,8	81,2	87,0	12,8	-17,8	7,1
Rollizos y madera cepillada	52,3	44,4	47,0	89,6	-15,1	5,9	90,6
Celulosa cruda	65,8	51,5	64,7	43,8	-21,7	25,6	-32,3
Celulosa blanqueada	134,1	113,9	228,0	212,9	-15,1	100,2	-6,6
Metanol	38,3	57,3	32,1	31,8	49,6	-44,0	-0,9
Carbonato de litio	12,5	14,6	18,5	18,2	16,8	26,7	-1,6
Oxido y ferromolibdeno	49,1	61,9	55,6	58,1	26,1	-10,2	4,5
Oro metal, doré y aleado	101,0	130,0	154,7	138,6	28,7	19,0	-10,4
Resto	1.238,2	1.418,6	1.761,8	1.835,9	14,6	24,2	4,2
	Participación relativa (%)						
Cobre	42,1	38,5	35,9	35,0			
Otros productos principales	33,3	34,8	34,5	32,1			
Resto	24,6	26,6	29,6	32,9			
Total	100,0	100,0	100,0	100,0			

(a) Respecto a igual período del año ánterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 16

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	A JULIO		Var. porcentual		
				1992	1993	1991	1992	julio 93/92
Total (a)	**2.029,9**	**2.519,3**	**3.019,0**	**1.761,8**	**1.835,9**	**24,1**	**19,8**	**4,2**
Pescados frescos enfriados y congelados	334,0	417,9	534,9	356,0	343,3	25,1	28,0	-3,6
(Salmón)	(98,6)	(136,6)	(216,5)	(155,4)	(155,6)	(38,5)	(58,5)	(0,1)
Chips de madera	106,4	152,2	164,0	104,9	77,8	43,0	7,8	-25,8
Vino embotellado	38,6	57,5	80,3	38,5	43,4	49,0	39,7	12,7
Jugos de fruta	26,2	61,9	76,4	50,7	20,7	136,3	23,4	-59,2
Moluscos precocidos y conservados	41,3	57,9	64,5	36,8	42,7	40,2	11,4	16,0
Papel periódico	65,8	68,8	56,7	31,8	39,5	4,6	-17,6	24,2
Purés y jugos de tomate	48,5	43,8	54,2	31,3	39,3	-9,7	23,7	25,6
Alambres de cobre	22,6	27,1	50,9	23,1	34,0	19,9	87,8	47,2
Conservas de pescado	41,7	36,3	41,6	23,3	22,4	-12,9	14,6	-3,9
Calzado	34,9	51,7	40,8	20,3	19,9	48,1	-21,1	-2,0
Fruta congelada sin azúcar	15,3	23,4	37,6	35,0	34,2	52,9	60,7	-2,3
Organos de transmisión para vehículos	15,1	22,4	37,2	20,6	25,3	48,3	66,1	22,8
Neumáticos, cámaras y cubrecámaras	25,8	31,6	36,9	20,3	24,6	22,5	16,8	21,2
Nitrato de potasio	28,9	32,7	35,1	19,4	19,5	13,1	7,3	0,5
Frejoles	44,4	31,9	29,9	17,7	14,4	-28,2	-6,3	-18,6
Prendas de vestir exteriores	26,0	25,1	29,4	15,7	18,6	-3,5	17,1	18,5
Moluscos frescos o congelados	17,2	19,3	28,5	19,3	19,4	12,2	47,7	0,5
Agar-agar	31,6	28,0	23,4	14,4	15,6	-11,4	-16,4	8,3
Crustáceos congelados	20,6	24,1	19,9	10,6	10,5	17,0	-17,4	-0,9
Pasas	25,9	30,2	19,0	8,8	11,1	16,6	-37,1	26,1
Muebles	9,5	15,6	15,8	9,8	11,3	64,2	1,3	15,3
Barcos	15,5	8,0	14,2	9,0	13,2	-48,4	77,5	46,7
Algas	18,6	17,5	13,2	9,4	9,6	-5,9	-24,6	2,1
Rollizos para pulpa	24,0	25,7	11,6	8,0	5,4	7,1	-54,9	-32,5
Subtotal	**1.078,4**	**1.310,6**	**1.516,0**	**934,7**	**915,7**	**21,5**	**15,7**	**-2,0**
(porcentaje sobre el total)	(53,1)	(52,0)	(50,2)	(53,1)	(49,9)			

(a) La información total a junio, corresponde a la categoría "resto" del cuadro anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 17

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS DEL BANCO CENTRAL
(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993 a julio
Reservas brutas (Stock a fin de período)	6.641	9.009	9.979
Variación reservas (diciembre - diciembre)	1.283	2.369	970 (a)
Saldo balanza de pagos (b)	1.238	2.498	696 (a)

(a) Variación diciembre 1992-julio de 1993.
(b) 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 18

DEUDA EXTERNA
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992	1993 (a)
Total (I + II)	**17.425**	**16.416**	**18.204**	**19.124**
I. **Mediano y largo plazo**	**14.043**	**14.217**	**14.490**	**15.298**
Sector público	9.808	9.490	9.147	8.969
Sector privado	4.235	4.727	5.343	6.329
II. **Corto plazo**	**3.382**	**2.199**	**3.714**	**3.826**
Sector público	1.984	1.064	448	522
Sector privado	1.398	1.135	3.266	3.304
III. **Banco Central con FMI**	**1.151**	**955**	**722**	**607**

(a) Cifras preliminares a junio.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 19

PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA 1993 Y 1994

Especificación	1993	1994
	(variaciones porcentuales)	
1. Producto interno bruto	5,6	4 - 5
2. Indice de precios al consumidor	10 - 12	9 - 11
3. Volumen de las exportaciones de bienes	1,4	6,2
a) Cobre	0,5	4,9
b) No cobre	2,0	6,9
	(porcentajes del PIB)	
4. Déficit en cuenta corriente a precios corrientes	4,5	5,3
5. Formación bruta de capital fijo a precios corrientes	27,3	28,2
	(centavos de US$ por libra)	
6. Precio del cobre	90,0	85,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 20

BALANZA DE PAGOS: PROYECCION

(Millones de dólares)

Especificación	1993	1994
I. CUENTA CORRIENTE	**-1.912**	**-2.399**
A. Balanza comercial	-816	-963
1. Exportaciones FOB	9.368	9.961
2. Importaciones FOB	-10.184	-10.924
B. Servicios no financieros	137	34
C. Servicios financieros	-1.658	-1.959
D. Transferencias	425	488
II. CUENTA DE CAPITALES	**2.840**	**2.501**
A. Capitales de mediano y largo plazo	1.923	2.233
1. Inversión extranjera (a)	997	1.127
a) Del exterior	1.311	1.482
b) Al exterior	-314	-355
2. Desembolsos créditos DL 600	639	758
3. Otros desembolsos	1.630	1.765
4. Amortizaciones	-1.310	-1.369
5. Otros (b)	-33	-48
B. Capitales de corto plazo	917	268
1. Líneas comerciales bancarias	402	-129
2. Otros	515	397
III. ERRORES Y OMISIONES	**-106**	**0**
IV. SALDO BALANZA DE PAGOS	**822**	**102**

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

(b) Incluye pago de reversión de retiming en 1993 y 1994, financiamiento por leasing y variación de activos externos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 21

BALANCE PATRIMONIAL DEL BANCO CENTRAL

(Saldos en miles de millones de pesos)

Especificación	1992 Dic.	1993 Jun.	1993 Dic.	1994 Dic	Var. porcentual Dic.93/ Dic.92	Var. porcentual Dic.94/ Dic.93
1. Activos	**8.829**	**9.261**	**9.941**	**10.863**	**12,6**	**9,3**
1.1 Reservas internacionales	3.810	4.207	4.601	4.992	20,8	8,5
(millones de dólares)	*9.022*	*9.880*	*10.091*	*10.193*	11,8	1,0
1.2 Activos internos	5.019	5.054	5.340	5.871	6,4	9,9
1.2.1 Pagarés del fisco	3.093	3.190	3.406	3.748	10,1	10,0
1.2.2 Cartera subordinada	1.341	1.409	1.536	1.749	14,5	13,9
1.2.3 Otros activos	585	456	398	374	-31,9	-5,9
2. Pasivos	**8.098**	**8.544**	**9.170**	**10.084**	**13,2**	**10,0**
2.1 Pasivos externos de mediano plazo	844	853	905	956	7,3	5,6
(millones de dólares)	*1.998*	*2.002*	*1.986*	*1.953*	-0,6	-1,7
2.2 Pasivos internos	1.792	2.129	2.121	2.175	18,4	2,5
2.2.1 Encaje y cuentas corrientes en moneda extranjera	330	498	535	596	62,2	11,4
2.2.2 Depósitos y otras obligaciones	1.462	1.631	1.586	1.578	8,5	-0,5
2.3 Emisión	622	612	712	810	14,5	13,7
2.4 Pagarés del Banco Central	4.840	4.950	5.431	6.143	12,2	13,1
3. Patrimonio (1 - 2)	**731**	**717**	**771**	**779**	**5,4**	**1,1**

Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE

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