EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1996 Y PERSPECTIVAS PARA 1997

BANCO CENTRAL DE CHILE

Septiembre 1996

BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1996 Y PERSPECTIVAS PARA 1997 (*)

Septiembre 1996

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

ÍNDICE

PRIMERA PARTE: Perspectivas económicas y principales desafíos de la política macroeconómica 5

I. Marco general de las políticas del Banco Central 7

II. Tendencias recientes y perspectivas de corto plazo 8

II.1 Inflación y remuneraciones 9

II.2 Actividad económica y gasto 10

II.3 Sector externo 11

II.4 Términos de intercambio y políticas macroeconómicas 13

III. Políticas macroeconómicas 14

III.1 Política monetaria 14

a. Acciones de política monetaria y perspectivas 14

b. Evaluación de los cambios en la modalidad de política monetaria 15

III.2 Política cambiaria, evolución del tipo de cambio y política de cuenta de capitales 16

III.3 Desarrollos recientes del sistema financiero doméstico 18

IV. Perspectivas y metas macroecómicas para 1997 18

SEGUNDA PARTE: La economía chilena y las políticas macroeconómicas vigentes 21

I. Política monetaria 23

I.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés 23

I.2 La evolución de los agregados monetarios y del crédito 26

II. La política y la institucionalidad cambiaria 29

II.1 Política cambiaria 29

II.2 Institucionalidad cambiaria 31

III. Actividad económica, gasto global y empleo 33

IV. Inflación y remuneraciones 37

IV.1 Indicadores de inflación por sectores y subyacente 37

IV.2 Remuneraciones y productividad 38

V. El sector externo 39

V.1 La cuenta corriente 39

V.2 La cuenta de capitales 41

V.3 Reservas internacionales y deuda externa 43

VI. El programa monetario y el balance del Banco Central 43

VI.1 El programa monetario 43

VI.2 El balance del Banco Central 44

GRÁFICOS Y CUADROS

A. Gráficos

1. Indicadores de inflación 10
2. Tasa de interés interbancaria e instrumentos diarios del Banco Central 24
3. Tasas de interés medias: mercado y Banco Central 25
4. Tasas de interés de 90 a 365 días en operaciones reajustables 26
5. Documentos licitados del Banco Central. Estructura de tasas de interés reales 27
6. Circulante y dinero privado (M1A) 28
7. Colocaciones del sistema financiero 29
8. Tipo de cambio real efectivo sin América Latina 30
9. Valores del dólar 31
10. Tasa de crecimiento del PIB trimestral 34
11. Importación de bienes FOB 41

B. Cuadros

1. Proyecciones macroeconómicas para 1996 y 1997 47
2. Balanza de pagos: cifras anuales 48
3. Índices de precios 49
4. Tasa de interés de los instrumentos del Banco Central 50
5. Tasas de interés reajustables del sistema financiero de 90 a 365 días 51
6. Principales agregados monetarios 52
7. Origen y destino de las variaciones de la emisión 53
8. Colocaciones del sistema financiero 54
9. Tipo de cambio observado real 55
10. Producto interno bruto trimestral 56
11. Evolución sectorial del producto interno bruto trimestral 57
12. Gasto del producto interno bruto 58
13. Empleo y desocupación 59
13A. Empleo y desocupación en el Gran Santiago 60
14A. Índice de remuneraciones por hora 61
14B. Índice de costo de la mano de obra 61
15. Reajuste inicial real convenido en negociaciones colectivas 62
16. Balanza de pagos 63
17. Balanza comercial 64
18. Exportación de bienes 65
19. Exportaciones no tradicionales 66
20. Servicios no financieros 67
21. Servicios financieros 68
22. Reservas internacionales brutas del Banco Central 69
23. Deuda externa 70
24. Flujos de caja del Banco Central 71

PRIMERA PARTE

Perspectivas Económicas y Principales Desafíos de la Política Macroeconómica

PRIMERA PARTE

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRINCIPALES DESAFÍOS DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

I. MARCO GENERAL DE LAS POLÍTICAS DEL BANCO CENTRAL

Desde el comienzo de la etapa de autonomía, el Banco Central ha orientado sus políticas hacia la reducción sistemática de la inflación. El objetivo es alcanzar una efectiva estabilidad de precios, lo que significa avanzar, en forma gradual y sostenida, hacia un ritmo inflacionario similar al que prevalece en las principales economías desarrolladas. En el último sexenio se han obtenido continuos e importantes progresos y las condiciones son favorables para seguir avanzando en la misma dirección. El ritmo de variación de los precios a través de este período es el más bajo que ha registrado la economía chilena en el último medio siglo, al tiempo que se han obtenido resultados excepcionales en términos de crecimiento económico, desarrollo exportador y disminución de los índices de pobreza.

Esta reducción del ritmo inflacionario se ha inscrito en el reconocimiento cada vez más amplio de la importancia que tiene la estabilidad de precios dentro de los objetivos de la política económica en el largo plazo. Este hecho se expresa en la tendencia declinante más general que ha venido experimentando el ritmo de crecimiento de los precios en las principales economías industrializadas, luego del período expansivo que caracterizó la década de los setenta y la primera mitad de los ochenta. En años recientes se han sumado a esta tendencia muchas de las economías en desarrollo, incluyendo las de Latinoamérica. Estos desarrollos se apoyan prioritariamente en la mayor eficacia de la política monetaria y en su coordinación con el resto de las políticas económicas.

En nuestro país, tras décadas de inflación crónica, alta y variable, la sociedad ha llegado a un claro consenso sobre la importancia de eliminarla, pues se comprende que la inflación deteriora la eficiencia de la economía, retardando su desarrollo en el largo plazo, y también es una fuente de iniquidades y conflictos sociales, cuyas consecuencias trascienden el ámbito estrictamente económico.

Por estas razones, y en atención a lo establecido en su Ley Orgánica, el Banco Central entiende la búsqueda de la estabilidad de los precios como su objetivo primordial, aunque enmarcado en una estrategia que entregue resultados perdurables, como también coherentes con los objetivos generales de la política económica. Esto, por cuanto está demostrado que el control inflacionario logrado a expensas de desequilibrios

en el resto de la economía acarrea costos muy elevados para la sociedad, que además se transforman en un lastre para la credibilidad del esfuerzo antiinflacionario y muchas veces terminan por revertir los avances logrados en este frente.

La política de reducción gradual de la inflación, como la que se ha implementado en el curso de la presente década, deriva directamente del propósito de sustentabilidad antes mencionado. La gradualidad se acomoda a la indexación estructural que caracteriza al proceso inflacionario en nuestra economía y permite, en la medida que su avance se haga manifiesto y creíble, que los contratos y las expectativas vayan incorporando las metas de inflación descendente establecidas por el Banco Central. La gradualidad permite evitar el desalineamiento de precios relativos claves como son los salarios y el tipo de cambio real, y se minimizan los eventuales costos de la disminución en la tendencia inflacionaria. Sin embargo, como se señaló, la contraparte de esta gradualidad es la perseverancia y firmeza, porque una reversión de los avances en esta materia, aunque fuera parcial, sólo generaría mayores costos para la economía nacional.

Asimismo, la consolidación de los avances logrados en el curso de los últimos años requiere continuar sin vacilación hacia objetivos de inflación cada vez menores. En efecto, la inflación se encuentra muy expuesta al impacto de choques de oferta y demanda agregada, cuyo efecto tiende a multiplicarse y perpetuarse a través de las prácticas de indexación que prevalecen en la economía. Dichas prácticas, no obstante, nacieron como un seguro frente a las sorpresas inflacionarias, por lo que sólo la persistencia de inflaciones bajas y el compromiso de la autoridad en ese sentido facilitarán la desindexación natural de los precios y salarios.

Los resultados que se han obtenido en el curso de los últimos seis años son extremadamente satisfactorios. Este período destaca por el alto ritmo de crecimiento económico, la baja continua en la tasa de inflación y el fuerte desarrollo exportador. No es casualidad la coincidencia de estos favorables resultados, por el contrario, ellos están relacionados entre sí y se refuerzan mutuamente. En efecto, el grado de armonía que ha primado en la obtención de estos logros demuestra que es un error interpretar la disminución de la tasa de inflación como una meta alternativa a otros objetivos de política económica. Ciertamente, en ocasiones se plantean dilemas aparentes entre crecimiento, tipo de cambio e inflación, pero su horizonte temporal es de muy corto plazo, y la mayor parte de las veces es el reflejo de desequilibrios acumulados en otras áreas de la economía. Cuando se adopta una perspectiva de mediano y largo plazo, estos objetivos son complementarios entre sí y su armonización es posible como lo ha demostrado la experiencia reciente de la economía chilena. Hay un círculo virtuoso entre estabilidad macroeconómica y crecimiento sostenido: el crecimiento trae estabilidad y la estabilidad trae crecimiento.

II. TENDENCIAS RECIENTES Y PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

Las metas macroeconómicas que ha planteado el Banco Central para el presente año, en coordinación con el resto de las autoridades económicas, reflejan las orientaciones generales anteriormente descritas. Asimismo, la evolución reciente de las principales variables macroeconómicas se enmarca en una trayectoria de crecimiento e inflación acorde con estas metas. En efecto, se proyecta que a fines del presente año, se alcanzará la meta de una tasa de inflación en torno a 6,5%; la producción mostrará un crecimiento estimado entre 6,5% y 7,0% para el año en su conjunto, y la cuenta corriente exhibirá un moderado déficit, equivalente a 3,0% del PIB. En parte importante estos favorables resultados han sido posibles por la oportuna aplicación de una política monetaria más restrictiva, que ha buscado garantizar la continuidad de la reducción en el ritmo inflacionario y la sustentabilidad del proceso de crecimiento económico.

II.1 Inflación y remuneraciones.

La evolución reciente de la inflación entrega señales que ésta habría comenzado a retomar el ritmo deseado de reducción, dejando atrás el pesimismo que predominó durante los primeros meses del año, cuando sufrió el impacto de incrementos sorpresivos en los precios del trigo, y del petróleo y sus derivados. Estas alzas habían acumulado una incidencia directa cercana a un punto porcentual hasta julio último, aunque compensada parcialmente por el comportamiento más favorable de los precios de productos estacionales respecto al año anterior.

Adicionalmente a estos factores de carácter más coyuntural, el ritmo inflacionario de los bienes transables ha mostrado un comportamiento más favorable en lo que va corrido del año. En efecto, de acuerdo con la medición que elabora el Instituto Nacional de Estadísticas (INE) se ha observado una desaceleración desde una tasa de variación anual que durante el segundo semestre de 1995 fluctuaba entre 5,5% y 6,0%, a una tasa de variación que en julio último alcanzaba a 4,1% anual, incluyendo la incidencia directa e indirecta de los derivados del petróleo en el índice de bienes transables. La menor inflación de estos bienes ha liderado la reducción más reciente de la tendencia inflacionaria global, permitiendo gran parte de los avances observados durante este año.

Sin embargo, es necesario calificar esta observación con una importante nota de precaución, considerando el estancamiento e incluso la leve aceleración que han mostrado los indicadores de inflación de bienes no transables y de los salarios a través del último año. En efecto, el vigoroso ritmo de crecimiento que mostró la producción durante el año pasado derivó en alguna medida en presiones significativas de demanda sobre los mercados internos, interrumpiendo la marcada trayectoria de reducción que hasta mediados del año pasado había mostrado la inflación efectiva y de tendencia.

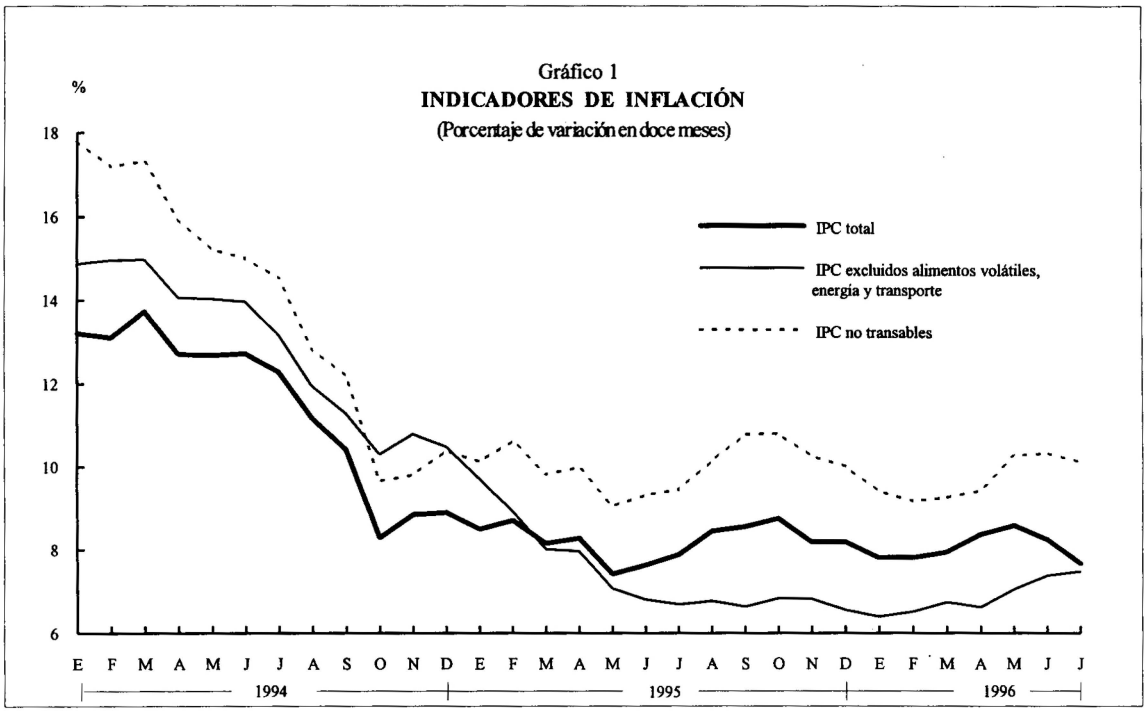
A través del presente año, se ha observado la mantención de este estancamiento, con algunas presiones alcistas sobre la tasa de inflación de los bienes y servicios domésticos, así como también de los salarios. Así, las cifras, hasta julio último, mostraban que en el curso del último año la tasa de inflación de los bienes no transables ha fluctuado en torno a 10% anual, mientras que la variación nominal de los salarios experimentó una leve aceleración a través del año, derivando en un aumento real en las remuneraciones que al finalizar el primer semestre promediaba 5,8% respecto a igual período del año anterior.

Cabe señalar que, si bien el aumento real de las remuneraciones está avalado, al menos parcialmente, por el fuerte crecimiento de la productividad del trabajo en el período reciente, este incremento se ha dado en el contexto de una fase expansiva del ciclo, en la que normalmente la productividad se expande por encima de su tendencia de mediano plazo. Así, no puede descartarse que el actual ritmo de crecimiento de las remuneraciones nominales pueda estar contribuyendo a aminorar el ritmo de reducción de la inflación doméstica; se espera, sin embargo, que estas presiones tiendan a corregirse en el curso de los próximos meses, conforme el nivel de actividad económica se enmarque en una trayectoria de equilibrio.

Es necesario reiterar la importancia de que todos los agentes involucrados -trabajadores, empresarios y Gobierno- incorporen las metas de inflación descendente en los salarios, contratos y precios, en lugar de reajustes basados en la inflación pasada. Esto es plenamente coherente con una tendencia creciente de las remuneraciones reales, acorde con el crecimiento de la productividad, y es la forma menos costosa de lograr el cumplimiento de las metas de inflación.

Se prevé que en el último tercio del año, la reciente tendencia de disminución de la inflación se

Gráfico 1
INDICADORES DE INFLACIÓN
(Porcentaje de variación en doce meses)



consolidará -facilitada por el ajuste de producto y gasto- llevando su tasa hasta la meta en torno a 6,5%. El Banco Central adoptó oportunamente las medidas necesarias para corregir los desequilibrios, y el ajuste en marcha está operando en la dirección deseada. Sin embargo, esta política debe reflejarse con claridad en el quiebre de las incipientes presiones alcistas que se detectan en el precio de los bienes domésticos, en la evolución controlada de la inflación de bienes transables y en una adecuada marcha de los principales agregados macroeconómicos, antes de considerar un eventual relajamiento de la política monetaria.

II.2 Actividad económica y gasto.

En lo que se refiere al comportamiento reciente de la producción y demanda agregada, en el primer semestre el nivel de actividad económica experimentó un vigoroso crecimiento respecto a igual período de 1995, estimado en 7,7%, y se espera que durante el segundo semestre la tasa de crecimiento sea algo inferior a 6%. Estos antecedentes indican que la producción se mantiene dinámica, aunque en una trayectoria de desaceleración, objetivo buscado por la política monetaria con el fin de encauzar el nivel de actividad económica en un rango acorde con la continuidad del esfuerzo de reducción de la inflación y la sustentabilidad del proceso de crecimiento económico.

Cabe destacar que, a pesar del ajuste en marcha, la tasa de expansión del producto proyectada para el año en su conjunto, entre 6,5% y 7%, está por encima de la proyección planteada en este mismo informe un año atrás, y por sobre o en el límite superior de estimaciones razonables del crecimiento no inflacionario, conclusión que está avalada por la tendencia reciente de los precios domésticos y salarios. Por lo tanto, es

prudente esperar que en los próximos trimestres la producción crezca por debajo de su potencial de largo plazo, compensando así los desequilibrios acumulados en el período anterior, para recuperar posteriormente su expansión de tendencia.

Por su parte, el gasto interno se expandió en 9,4% durante el primer semestre del año respecto a igual período de 1995, mostrando una trayectoria de desaceleración que debiera profundizarse durante la segunda mitad del año. Así, para el año en su conjunto se estima que el crecimiento del gasto interno sería similar al del producto, evolución que responde a las mayores tasas de interés prevalecientes en el último tiempo y al menor crecimiento del ingreso nacional.

Con relación al ingreso nacional, se estima que su crecimiento sería levemente inferior a 2,0% anual, menor al crecimiento del producto, principalmente como consecuencia de la normalización que ha experimentado la relación de términos de intercambio durante el presente año, inferiores en cerca de 15% al extraordinario nivel observado en 1995. En efecto, se espera que, por efecto de los menores términos de intercambio, el ingreso nacional reciba un impacto negativo estimado en torno a 4,0% del PIB. Cabe señalar que la menor expansión del ingreso en comparación al crecimiento del gasto es normal en un período de caída en los términos del intercambio, y corresponde a la contraparte de la situación inversa que se vivió entre 1994 y 1995, cuando el ingreso nacional creció por encima del gasto interno. En efecto, el mayor crecimiento transitorio de la demanda interna respecto del ingreso no configura una situación de exceso de gasto, considerando que el saldo de la cuenta corriente, es decir, la diferencia entre el nivel de ingreso nacional y el gasto interno, cerraría el año con un moderado déficit, cercano a 3,0% del PIB.

En relación con la composición del crecimiento, se proyecta que, al igual que el año pasado, las exportaciones de bienes y servicios tendrán el liderazgo en el proceso de expansión de la economía, alcanzando una tasa de crecimiento real cercana a 13% en 1996, sustentada por el significativo crecimiento que han observado las exportaciones de cobre y no tradicionales. Por otra parte, la tasa de formación de capital respecto al PIB alcanzaría el nivel récord de 28,2%, en términos reales, mientras que el consumo mostraría una significativa desaceleración respecto al crecimiento observado en 1995.

Finalmente, se espera que la normalización que han experimentado los términos de intercambio se verá también reflejada en una adecuación de la tasa de ahorro durante el presente año, respecto del extraordinario nivel registrado en 1995. En efecto, la tasa de ahorro alcanzaría a 25,0% del PIB, medida a precios corrientes, levemente superior al promedio de 24,5% para el período 1990-1994, aunque inferior al nivel observado en el último año.

II.3 Sector externo.

En el sector externo, la disminución experimentada por los precios de las exportaciones principales y el incremento observado en el precio del petróleo se han visto reflejados en una disminución en los términos de intercambio. Esta normalización en la razón de precios de exportación a importación había sido anticipada por el Banco Central en su informe de septiembre de 1995, pero en meses recientes ha tendido a profundizarse con la caída adicional que ha mostrado el precio del cobre en los mercados internacionales. En efecto, se estima que el precio promedio anual del cobre sería de 104 centavos de dólar, en comparación con el promedio de 115 centavos que se proyectaba originalmente, motivando la revisión de las proyecciones de la balanza de pagos.

Durante el primer semestre de 1996, el superávit de balanza comercial alcanzó a US$ 397 millones, y para el año en su conjunto se proyecta que la balanza comercial exhiba un déficit cercano a los US$ 600 millones, que contrasta con el superávit de US$ 900 millones que se proyectaba un año atrás en este informe. Esta revisión refleja principalmente la disminución antes señalada en los términos de intercambio, pues en términos de volumen la evolución reciente de las exportaciones indica que su crecimiento superaría significativamente la tasa proyectada inicialmente. En efecto, durante el primer semestre de este año las exportaciones han mostrado un crecimiento de 14,3% respecto a igual período de 1995, y, para el año en su conjunto, su expansión real alcanzaría una tasa levemente inferior a 14%, que se compara con la tasa de 9,5% proyectada originalmente. Este incremento sería liderado por las exportaciones de cobre y por las no tradicionales, las que se proyectan que crecerán en el año cerca de 19% y 16%, respectivamente.

Adicionalmente se ha revisado al alza la proyección de importaciones, principalmente como consecuencia de la mayor base que éstas alcanzaron en el segundo semestre del último año. En efecto, en el primer semestre el valor de las compras al exterior (FOB) ha mostrado un significativo crecimiento de 16,5% anual respecto a igual período del año anterior, reflejando, en lo principal, aumentos de volumen. Su trayectoria, sin embargo, manifiesta una tendencia de desaceleración que se hará más nítida durante el segundo semestre, estimándose que para el año en su conjunto, las importaciones crecerán en torno a 10% real, coherente con el curso esperado para el gasto interno, así como con la mayor base de comparación del segundo semestre de 1995.

La balanza comercial y la cuenta de servicios determinan que la cuenta corriente de la balanza de pagos cerraría el año con un resultado deficitario, estimado en US$ 2.200 millones, equivalente a 3,0% del PIB. Este saldo está dentro de un rango moderado y plenamente sustentable con financiamiento externo de mediano y largo plazo.

En el primer semestre la cuenta de capitales registró un flujo positivo de US$ 959 millones, muy superior al de igual semestre del año anterior y similar al de la totalidad de ese año. Los mayores montos ingresaron por la vía de inversión directa y de cartera, totalizando entre ambas una cifra neta cercana a los US$ 2.000 millones, consecuencia de un crecimiento importante en la inversión de cartera a través de ADR y de la emisión de bonos, así como de un aumento en el nivel de inversión directa.

Los capitales de mediano y largo plazo distintos de inversión, así como aquéllos de corto plazo, fueron negativos, pero al corregir por los significativos prepagos de deuda externa de mediano y largo plazo que efectuaron la Tesorería General de la República y el Banco Central durante el primer semestre, se observa que se acentuó la mayor importancia de los flujos de carácter más permanente en desmedro del financiamiento de corto plazo.

También cabe destacar la importante recuperación que han mostrado los flujos de inversiones chilenas al exterior, luego de los deprimidos niveles observados en 1995 como consecuencia de las turbulencias financieras que afectaron a la región.

Al finalizar el primer semestre del año, la balanza de pagos mostró un superávit de US$ 407 millones, y las reservas internacionales alcanzaron un monto de US$ 14.854 millones, resultado de una acumulación neta de US$ 49 millones por sobre el nivel de diciembre de 1995. Para el año en su conjunto, el saldo de la balanza de pagos se estima en alrededor de US$ 2.100 millones, el que, dada la posición deficitaria de la cuenta corriente, es coherente con un ingreso neto de capitales -incluyendo errores y omisiones- de alrededor de US$ 4.300 millones, de los cuales US$ 3.700 millones corresponden a financiamiento externo de mediano y largo plazo.

En conclusión, las proyecciones de balanza de pagos para el presente año muestran una situación de menor abundancia de divisas provenientes del sector real, principalmente como resultado de la normalización de los términos de intercambio y sus consecuencias sobre la balanza comercial. Sin embargo, sus efectos son más que compensados por las corrientes financieras externas, demostrando que los excelentes logros en materia económica han permitido aumentar el intercambio financiero con el exterior y consolidar la confianza externa en la economía chilena.

II.4 Términos de intercambio y políticas macroeconómicas.

Del análisis de las secciones anteriores se desprende que el escenario internacional y, en particular, la evolución de los términos de intercambio juegan un significativo papel en el desempeño de la economía chilena. Esta ha sido una constante histórica, pues a pesar del fuerte desarrollo exportador y la mayor diversificación de nuestras ventas al exterior, es indiscutible que la relación de intercambio continúa siendo un factor de primera importancia dentro de la evolución macroeconómica.

En tal sentido, un desarrollo importante ha sido el diseño de una institucionalidad de políticas macroeconómicas coherentes con esta variabilidad estructural. En efecto, se ha impulsado una estrategia de políticas que ha buscado evitar que esta volatilidad se traspase al resto de la economía, creando inestabilidad en la evolución de la inflación, tipo de cambio, ritmo de crecimiento económico y cuentas fiscales. Cabe destacar iniciativas como el fondo de estabilización del cobre que institucionaliza un comportamiento más estable del presupuesto y el gasto fiscal, aislándolo de las fuertes fluctuaciones que experimenta el precio de este metal. Del mismo modo, las políticas monetaria, cambiaria y fiscal se han manejado con miras a moderar el impacto de los bruscos cambios en el ingreso nacional sobre el producto, manteniendo al mismo tiempo un control atento y prudente sobre el nivel de gasto global de la economía. En efecto, la experiencia indica que para evitar que reveses inesperados de precios externos se transformen en situaciones problemáticas para el financiamiento de la balanza de pagos, los saldos deficitarios en la cuenta corriente deben mantenerse dentro de un rango moderado. Esta prudencia en los requerimientos de financiamiento externo se complementa con índices muy favorables de solvencia externa y de riesgo país, los mejores de la región, que junto con un sólido nivel de reservas internacionales, permiten enfrentar sin mayores dificultades caídas transitorias en los términos de intercambio. Asimismo, el esquema de política cambiaria ha apuntado a alcanzar un tipo de cambio real de equilibrio en un horizonte de mediano y largo plazo, evitando que éste absorba todo el impacto de fluctuaciones transitorias de los términos de intercambio o de las variaciones coyunturales en los capitales financieros externos.

La estrategia de desarrollo utilizada y la implementación de un conjunto coherente de políticas e instrumentos para enfrentar las variaciones de términos de intercambio ha mostrado sus frutos a través de los últimos años. La economía ha logrado mantener un ritmo de crecimiento económico, alto y sostenido, y la tendencia de reducción de la inflación no se ha visto interrumpida, a pesar que la economía ha atravesado por coyunturas externas muy distintas, caracterizada por fluctuaciones significativas en materia de términos de intercambio y turbulencias financieras como las que trajo la crisis mexicana durante 1995.

En años recientes se ha avanzado en la profundización de la integración real y financiera de la economía nacional con el resto del mundo, lo que también contribuye a desligar el ingreso nacional de las fluctuaciones de términos de intercambio mediante una mayor diversificación internacional de la cartera de activos. En efecto, las inversiones de empresas chilenas en el exterior han experimentado un fuerte desarrollo en los últimos años, y cabe esperar que en el futuro próximo se sumen a esta tendencia los inversionistas institucionales.

III. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS

III.1 Política monetaria.

a. Acciones de política monetaria y perspectivas.

La política monetaria del Banco Central está orientada a facilitar tanto la consolidación de los logros en materia de inflación, como a impulsar futuros avances hacia la estabilidad de precios. Por casi una década, el Banco Central ha utilizado como principal instrumento de política monetaria su influencia sobre las tasas de interés de mercado, basado en el impacto que éstas ejercen, directa e indirectamente, sobre el ritmo de expansión del gasto agregado y, por ende, sobre la inflación. A través del último año, se ha impulsado un mayor nivel de tasas de interés, buscando encauzar el nivel de actividad económica hacia una trayectoria sostenible y acorde con el potencial de la economía, eliminando el riesgo latente de un rebrote inflacionario.

En septiembre de 1995, el Banco Central decidió elevar gradualmente la tasa de interés de corto plazo, llevando su nivel al segundo tramo de la línea de crédito de liquidez, y posteriormente al tercero, movimientos que fueron refrendados por los mercados financieros para el resto de las tasas de mercado. A fines de 1995, considerando que podía descartarse un relajamiento de la política monetaria en el futuro previsible, se modificó al alza el nivel de la estructura de tasas activas y pasivas del Banco Central, con el fin de acomodarlas al mayor nivel prevaleciente en el mercado, aunque sin cambiar el objetivo instrumental para las tasas diarias. Luego, en abril del presente año, la política monetaria impulsó un estrechamiento adicional de las condiciones de liquidez considerando que el ajuste en materia de actividad económica y gasto interno marchaba más lento de lo esperado inicialmente, a lo que se agregaba cierto grado de incertidumbre sobre el cumplimiento de la meta inflacionaria, tras observarse choques puntuales de oferta en el precio del trigo y el petróleo. Con posterioridad, en forma periódica y regular, el Consejo del Banco Central ha continuado realizando un seguimiento de las condiciones de mercado con el objeto de evaluar la marcha de la economía y su coherencia con las metas propuestas.

La respuesta oportuna de la política monetaria, revirtiendo la rebaja de tasas que se había decidido en meses anteriores, ha permitido mantener bajo control las presiones expansivas que amenazaban el ritmo inflacionario. La experiencia acumulada en los últimos años indica que esta anticipación es un aspecto clave para realizar una política monetaria efectiva y eficiente, pues el impacto pleno de las tasas de interés sobre la demanda agregada y la inflación toma tiempo y, por lo tanto, no se puede esperar un rebrote inflacionario visible para decidir actuar con una política monetaria restrictiva. Es necesario actuar cuando se incuban presiones latentes sobre los precios, pues será tarde cuando éstas ya se han manifestado.

Los antecedentes revisados en las secciones anteriores han llevado al Banco Central a concluir que la política de ajuste comienza a rendir frutos: el ritmo de actividad económica y gasto interno se mueven en la dirección esperada, y la inflación comienza a reencauzarse a una trayectoria declinante. Sin embargo, para materializar e internalizar plenamente estos resultados, es necesario mantener la orientación actual de la política monetaria, y no abandonar a medio camino el esfuerzo ya realizado.

Por una parte, el crecimiento económico acumulado en el último tiempo ha derivado en presiones significativas en el grado de utilización de la capacidad productiva interna, las que deben ser corregidas en el curso de los próximos trimestres. De igual modo, la moderación del gasto interno debe continuar para acomodarse al menor crecimiento esperado del ingreso nacional, pues aunque es deseable que parte del

ajuste se realice a través de una ampliación transitoria del déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, éste debe mantenerse en un rango razonable y coherente con su equilibrio de mediano plazo.

Por otra parte, es prioritario que la evolución de salarios y precios internos se compatibilice con la tendencia decreciente de la inflación. En efecto, el componente interno de la inflación debería mostrar una reducción más marcada, corrigiendo a la baja el ritmo de crecimiento que presenta en la actualidad, por cuanto no se puede descartar que la evolución de los precios transables, ligados al tipo de cambio, sea menos favorable durante el próximo año, en consideración a que se anticipa una balanza comercial más restrictiva.

b. Evaluación de los cambios en la modalidad de política monetaria.

La evolución de la política monetaria a través del último año ha demostrado las ventajas del nuevo esquema de operación que, como se recordará, se orienta a influir sobre la tasa interbancaria diaria como su principal instrumento, reemplazando en ese rol a la tasa de interés de los pagarés reajustables de corto plazo (PRBC a 90 días). Esta modificación ha permitido entregar mayor iniciativa y flexibilidad a la autoridad monetaria para responder a la evolución del ciclo económico, como lo demuestra el ajuste gradual y oportuno que han seguido las tasas de interés durante el reciente período de restricción monetaria. Esta trayectoria contrasta con la mayor pasividad que caracterizó al anterior período de ajuste monetario, entre 1993 y 1994, cuando las tasas instrumentales de la política monetaria permanecieron sin presentar modificaciones por un tiempo cercano a dos años. En efecto, el nuevo esquema resta dramatismo a los cambios en la orientación de la política monetaria, lo que permite actuar con mayor oportunidad y precisión, aumentando la eficacia del instrumental disponible.

Por otra parte, bajo la nueva modalidad, el Banco Central ha logrado un mayor control sobre las fuentes de expansión y contracción de la liquidez. Así, los agregados monetarios restringidos han mostrado una evolución bastante más estable en comparación con experiencias anteriores bajo condiciones similares de ajuste monetario, al tiempo que las tasas de interés diarias se han estabilizado en torno a los niveles objetivos que se ha planteado el Banco Central durante este período. Esta situación contrasta con el esquema anterior en que la iniciativa quedaba depositada mayoritariamente en el sistema financiero, mientras el Banco Central se limitaba a acomodar pasivamente la demanda por pagarés reajustables de corto plazo. La operación de una ventanilla abierta para los instrumentos reajustables de corto plazo creaba respuestas indeseadas y desestabilizadoras en la liquidez del sistema y, por ende, sobre la estructura de tasas de interés, cuando existía la percepción de un eventual cambio en la orientación de la política monetaria, problema que ha sido resuelto bajo la nueva modalidad.

A su vez, en el transcurso del último año y medio, desde que comenzó a aplicarse el nuevo esquema, el sistema financiero se ha adecuado sin mayores problemas a su operación, interpretando correctamente los ajustes en los objetivos para la tasa interbancaria y transmitiendo su efecto al resto de la estructura de tasas de mercado. En efecto, la credibilidad y coherencia de las políticas con las metas planteadas han derivado en un comportamiento estabilizador de la curva de retorno, que complementa adecuadamente la labor del Banco Central.

Adicionalmente, en el transcurso del último año se han introducido algunos perfeccionamientos complementarios en la operación de la línea de crédito de liquidez para limitar los montos utilizables, con el fin de incrementar el grado de manejo sobre la liquidez del sistema financiero, junto con restringir considerablemente las oportunidades de arbitraje que ocasionalmente se presentan por desajustes entre las

tasas prevalecientes en el mercado y las tasas de los tramos inferiores de la línea de crédito de liquidez. En efecto, en forma creciente el manejo de la liquidez de corto plazo ha tendido a realizarse a través de operaciones de pacto de retrocompra y pacto de retroventa, repos y anti-repos, lo que devuelve el control de la liquidez al Banco Central y, en consecuencia, aumenta la eficacia de su política monetaria.

III.2 Política cambiaria, evolución del tipo de cambio y política de cuenta de capitales.

A partir de 1990, el valor real del peso se ha venido apreciando, en forma gradual pero sostenida, a una tasa promedio de 4,6% anual, acumulando 24% entre 1990 y el primer semestre de 1996. No obstante, el tipo de cambio real de 1996 es 23% más alto que el vigente en 1979, año anterior a la fuerte apreciación del peso ocurrida a principios de los ochenta, y sólo 14% inferior al nivel de mediados de los ochenta, cuando el país enfrentaba la situación de aguda escasez de divisas que caracterizó el período posterior a la crisis internacional de la deuda externa. Estas comparaciones indican que los actuales niveles de competitividad del sector transable nacional son adecuados en términos históricos.

Más importante que las comparaciones históricas es recalcar que la tendencia de apreciación real responde a los cambios estructurales que ha experimentado la economía chilena a lo largo de este período y, por lo tanto, se trata de un fenómeno perdurable y de equilibrio. En efecto, la apreciación real del peso es resultado de las ganancias de productividad y competitividad externa que ha exhibido la economía chilena a lo largo de los últimos años, y también del proceso de reinserción en los mercados financieros internacionales.

En el transcurso de la presente década, la economía nacional se ha expandido a una tasa promedio anual de 6,7%, que más que duplica la tasa de expansión de la producción mundial en el mismo período. Asimismo, el volumen de las exportaciones totales se ha incrementado a una tasa promedio de 9,6% anual, por encima del crecimiento del producto, y el volumen de comercio exterior se ha venido incrementando a un ritmo similar, tasa que duplica el incremento del volumen de comercio mundial en el mismo período. Dentro de las exportaciones, cabe destacar el crecimiento de las no tradicionales, que en el mismo período se han expandido a una tasa de crecimiento promedio anual de 14,9%. Estos resultados reflejan el significativo incremento que ha experimentado la productividad de la economía chilena respecto al resto del mundo, lo que redunda directamente en la competitividad internacional de sus exportaciones.

Del mismo modo, es necesario destacar el significativo incremento y diversificación que ha experimentado la oferta de financiamiento externo, aspecto que ha incidido en una mayor disponibilidad permanente de recursos externos y, por tanto, en una apreciación real de tendencia de la moneda nacional. Esta mayor abundancia de financiamiento externo ha ido acompañada de sucesivas mejoras en la evaluación de riesgo país de la economía chilena, alcanzando en la actualidad el nivel más favorable de la región de acuerdo con las principales agencias clasificadoras. Asimismo, el país se beneficia de esta favorable percepción obteniendo condiciones de financiamiento externo muy ventajosas, con márgenes muy reducidos de spread sobre las tasas que prevalecen en los mercados internacionales.

Cabe destacar que frente a esta mayor abundancia de financiamiento externo, las políticas monetaria, cambiaria y de cuenta de capitales se han orientado a evitar que la economía se embarque en un proceso de sobreendeudamiento y sobreapreciación del tipo de cambio real, cuyas consecuencias negativas son bien conocidas. En efecto, un objetivo prioritario de las políticas económicas aplicadas en este período ha sido, precisamente, evitar una apreciación artificial del tipo de cambio real.

La política cambiaria, enmarcada en la operación de una banda amplia y explícita de flotación, ha buscado entregar estabilidad al tipo de cambio de mediano plazo, sin perjuicio de las fluctuaciones de corto plazo que éste pueda experimentar al interior de la banda, y sólo se han adoptado modificaciones sobre el nivel de la banda, frente a cambios estimados como permanentes, y no como resultado de presiones coyunturales. A lo largo de los últimos años, la operación de este esquema ha requerido de un esfuerzo significativo de acumulación de reservas internacionales cuyo nivel actual, respecto al PIB o a las importaciones, se ubica entre los más altos del mundo. El nivel de reservas junto con un grado adecuado de liquidez y diversificación en su composición contribuye a generar una sólida posición externa frente al cambiante escenario internacional, toda vez que el efecto monetario de esta acumulación ha sido debidamente esterilizado mediante la emisión de instrumentos de deuda pública en moneda nacional, de mediano y largo plazo.

Por otra parte, la política de cuenta de capitales del Banco Central ha buscado promover un mayor grado de integración financiera con el exterior, pero en forma ordenada y sustentable en el tiempo. En efecto, en el diseño de la estrategia de apertura se ha tomado en cuenta la inestabilidad recurrente que ha presentado en el pasado el sector externo y, en particular, la cuenta de capitales. Este diseño ha involucrado la búsqueda de un déficit de cuenta corriente moderado, el que ha promediado sólo 1,4% anual respecto al PIB entre 1990 y 1995. De igual forma, cabe destacar la fuerte recuperación que han experimentado los indicadores de solvencia externa a través de este período. En el último sexenio, el peso relativo de la deuda externa respecto al PIB ha pasado desde 57% a 32%; la razón de servicios financieros a exportaciones desde 22% a 9%, y la razón de Reservas Internacionales a Importaciones de bienes desde 9 meses de importación (FOB) a 12 meses a fines de 1995; adicionalmente, en el curso de este año el Banco Central ha prepagado la totalidad de sus obligaciones externas de mediano y largo plazo.

Asimismo, se han adoptado las medidas necesarias para materializar un encarecimiento selectivo de las entradas de capitales a través del mecanismo de encaje con el fin de mejorar la composición del financiamiento externo, entregar mayor independencia a la política monetaria respecto de las condiciones externas y evitar una acumulación excesiva de reservas derivada de los flujos financieros especulativos. La aplicación práctica de estos principios, no obstante, ha exigido un esfuerzo complejo dada la creciente sofisticación de los mercados de capitales internos y externos. Esto ha llevado al Banco Central a extender el requisito de encaje a las operaciones potencialmente especulativas en renta variable, tales como las inversiones financieras y los ADR secundarios. La ampliación de la cobertura del encaje ha permitido velar por su efectividad y uniformar el tratamiento de las distintas fuentes de capital.

En relación con la salida de capitales, el Banco Central ha ido liberalizando gradualmente las inversiones en el exterior, tanto por el mercado cambiario formal como por el informal, y se han ido adoptando las medidas tendientes a promover una mayor diversificación internacional de la cartera de activos de los inversionistas nacionales, especialmente de los institucionales, dentro del marco normativo definido por el Poder Legislativo. Las restricciones que se mantienen sólo afectan a los inversionistas institucionales y a los bancos, pero cabe destacar que su motivación obedece, en lo fundamental, a aspectos de regulación prudencial de riesgos y la existencia de garantías estatales comprometidas, antes que por consideraciones de balanza de pagos.

En síntesis, el conjunto de políticas ha buscado incentivar un ajuste más gradual en la transición hacia una economía más madura con mayor integración financiera.

III.3 Desarrollos recientes del sistema financiero doméstico.

Desde mediados de la década pasada, el sistema financiero se ha caracterizado por su sostenido crecimiento. Este último se ha basado fundamentalmente en el ritmo de expansión de las colocaciones, las que han crecido a una tasa promedio de 20% real anual. No obstante el crecimiento de las colocaciones, los indicadores de solvencia y calidad de cartera no se han deteriorado.

En forma simultánea a los desarrollos anteriores, el mercado de capitales nacional ha experimentado un marcado proceso de profundización financiera. Lo anterior queda en evidencia al observar que los pasivos financieros se expandieron desde 67% del PIB a fines de 1985 a 189% del PIB a fines de 1995.

El dinamismo que ha mostrado el sistema ha permitido una mayor competencia y, en consecuencia, una mayor eficiencia en el proceso de intermediación de fondos. Al mismo tiempo, las empresas bancarias se han visto obligadas a enfrentar estos nuevos desafíos incursionando en nuevas áreas a través de empresas filiales y adaptando su organización. Probablemente, en el futuro cercano, la mayor oportunidad de desarrollo para el sistema bancario nacional consista en lo que se ha denominado la internacionalización. Este proceso contemplará la apertura de sucursales y filiales bancarias, así como la colocación directa de fondos en el exterior. Debido al fuerte desarrollo del sistema bancario nacional es dable esperar que tenga ventajas comparativas, especialmente en los mercados externos de la región. La internacionalización permitiría que las empresas bancarias chilenas expandan sus negocios y diversifiquen mejor sus riesgos en la administración de créditos e inversiones.

El proceso de internacionalización de la banca es sin duda una fuente de nuevas oportunidades. Por lo mismo, debe ser un proceso gradual en el que se adopten los debidos resguardos regulatorios para velar por la estabilidad del sistema. Es preciso que tanto el sector privado como la autoridad comprendan y prevean los problemas introducidos por el riesgo soberano, así como el tipo de controles que es necesario establecer para evitar los riesgos de este proceso. El acercamiento con las autoridades reguladoras de los países huéspedes puede jugar un importante rol en este sentido.

La tendencia creciente a la formación de conglomerados financieros es otro fenómeno que representa nuevas oportunidades para las empresas bancarias, así como nuevos desafíos para las entidades reguladoras. Un número más amplio de negocios permitiría a los bancos una mayor eficiencia y, por ende, una reducción de costos proveniente de las ventajas derivadas de las economías de alcance asociadas a la oferta y consumo conjunto de servicios financieros. Para controlar adecuadamente los riesgos del conglomerado como tal, no obstante, será necesario desarrollar su supervisión consolidada. Esta ha sido la respuesta que se han dado los países con sistemas financieros avanzados frente a este fenómeno, y es un tema de habitual discusión y análisis en los foros internacionales especializados. La puesta al día de nuestra legislación y conocimiento sobre estas materias debe acompañar las modernizaciones que el sector privado está acometiendo.

IV. PERSPECTIVAS Y METAS MACROECONÓMICAS PARA 1997

Los objetivos macroeconómicos para 1997 consisten en continuar el avance por la senda de crecimiento económico e inflación decreciente que ha caracterizado el comportamiento de la economía a través de los últimos años. Se busca mantener un ritmo de crecimiento sólido, pero sostenible en el mediano y largo plazo, así como asegurar la continuidad del progreso hacia la estabilidad de precios mediante disminuciones graduales pero duraderas en la inflación. Para alcanzar estos objetivos el instituto emisor

orientará sus políticas a la consecución de un nivel de actividad económica que permita la corrección de los excesos acumulados y la mantención de una sólida posición de las cuentas externas; no obstante, tal como se ha reiterado, el proceso de estabilización de precios será más eficiente y menos costoso en la medida que se logre la concurrencia tanto del sector público como privado al logro de este objetivo. En efecto, el financiamiento sano del gasto público y la moderación de su incremento, así como del gasto privado, son elementos necesarios y complementarios a la política monetaria en el logro de los objetivos macroeconómicos. Asimismo, para favorecer una baja más rápida y eficiente de la inflación, es importante insistir que en los procesos de determinación de precios y salarios se considere la inflación proyectada decreciente, en lugar de la inflación pasada.

La oportuna aplicación de estas políticas permitirá que la reducción sistemática en el ritmo de crecimiento de los precios que se ha observado en los últimos cinco años, continúe durante 1997. A la consecución de dicho objetivo debería contribuir también la credibilidad lograda por la autoridad monetaria, la que ha ido lentamente creando las bases para que las presiones salariales y de márgenes de utilidad reflejen las ganancias de eficiencia y no meras presiones inflacionarias. Así, el Banco Central se ha planteado como meta de inflación para 1997 un alza de precios al consumidor en torno a 5,5% anual.

A su vez, se espera que en 1997 el crecimiento económico alcance un ritmo significativo, si bien algo inferior al proyectado para 1996, con una tasa de expansión anual estimada entre 5,5% y 6,0%; por su parte, se prevé que el incremento en el gasto interno será inferior en algo menos de un punto porcentual al del producto. Al respecto, cabe reiterar que la política monetaria ha buscado impulsar el crecimiento del producto y el gasto hacia un ritmo más moderado, con el fin de llevar sus niveles a una trayectoria coherente con su equilibrio de mediano y largo plazo. En efecto, los antecedentes revisados anteriormente indican que el nivel de actividad económica ha excedido el umbral no inflacionario, y, dadas las proyecciones de crecimiento económico para el presente año, la corrección del exceso acumulado quedaría postergada para 1997. En este punto, es necesario diferenciar entre niveles y tasas de crecimiento: cuando la economía ha crecido por encima de su tasa de expansión potencial durante un período considerable, partiendo de una situación muy cercana a la plena capacidad, no es suficiente converger a dicha tasa de expansión para eliminar el riesgo de un rebrote inflacionario. Si lo que se desea es retomar los niveles de equilibrio, entonces es necesario crecer por algún tiempo a un ritmo menor que el potencial con el objetivo de aliviar la presión inflacionaria acumulada sobre los mercados de bienes y del trabajo.

Es por ello que las metas macroeconómicas planteadas pueden considerarse como un resultado satisfactorio para el próximo año, particularmente si se toma en cuenta la situación de términos de intercambio más restrictiva que enfrentaría la economía y su impacto sobre el ingreso nacional. Esta moderación en el crecimiento permitiría retomar gradualmente una senda más dinámica para el producto y el gasto, corrigiendo los excesos acumulados en el último tiempo.

Se proyecta que en 1997 el proceso de crecimiento económico continuará siendo liderado por las exportaciones. Se prevé que las exportaciones totales de bienes alcanzarán una tasa de aumento real levemente superior a 11%, considerando un aumento del volumen de las exportaciones de cobre por sobre 14%, mientras que el aumento de las exportaciones no tradicionales se estima en torno a 10% y el de las exportaciones principales distintas de cobre sería algo menor, en torno a 8%. Asimismo, se espera que el coeficiente de formación de capital a producto llegará a 28%, uno de los más altos de la última década, y sólo levemente inferior al esperado para el presente año. Por su parte, el crecimiento del consumo sería algo inferior al del producto y el gasto total, concentrando una fracción importante de la moderación esperada en el crecimiento de la demanda interna.

En relación con las cuentas externas, se proyecta que el déficit comercial alcanzará a US$ 950 millones en 1997, superior al estimado para este año, principalmente como resultado de la mantención de la situación más deteriorada para el precio del cobre que se ha observado en los últimos meses. En efecto, se proyecta que el precio promedio del cobre para 1997 será de 95 centavos de dólar la libra, derivando en un menor valor de las exportaciones de cobre, que sería parcialmente compensado por el significativo incremento esperado en el volumen de ventas de 14%. Para los productos distintos del cobre se esperan incrementos significativos en los volúmenes exportados tanto para las exportaciones principales como para las no tradicionales, los que se verían reflejados en aumentos similares en el valor de estas exportaciones, puesto que no se proyectan cambios significativos en sus precios. Con todo, se estima que las exportaciones totales experimentarán un incremento en volumen del orden de 11% y de valor en torno a 5,5%.

Las importaciones de bienes, por su parte, crecerían en torno a 6% en términos de volumen y 7,5% en términos de valor. El menor crecimiento de las compras al exterior se explicaría por la menor tasa de expansión de la actividad y el gasto, y se vería reflejado en todas las categorías de bienes importados, aunque anticipándose que la desaceleración será mayor para los bienes de consumo, reflejando la mayor intensidad del ajuste en el consumo privado, y revirtiendo las significativas tasas de expansión observadas en 1995 y 1996.

Al déficit de balanza comercial antes mencionado se agrega el saldo negativo esperado de las cuentas de servicios y transferencias, generándose un déficit en cuenta corriente en torno a los US$ 2.850 millones, levemente inferior a 4,0% del PIB. El deterioro en el saldo de la cuenta corriente en relación con el observado en 1996 se explica por el incremento en el déficit comercial, cercano a US$ 350 millones, y por mayores pagos de servicios por US$ 300 millones. Dentro de estos, el aumento de los pagos de servicios financieros tendría su origen principalmente en el aumento de las remesas de utilidades de la inversión extranjera, producto de los significativos volúmenes ingresados por este concepto en los últimos años, que ha aumentado el stock de inversiones y de utilidades devengadas no remesadas.

La balanza de pagos registraría un saldo global estimado en torno a US$ 800 millones, donde el superávit en la cuenta de capitales superaría a las necesidades de financiamiento definidas por el déficit en cuenta corriente. Así, para 1997 se proyecta un influjo neto cercano a US$ 3.650 millones, de los cuales cerca de US$ 3.100 millones corresponden a capitales netos de mediano y largo plazo. Se estima que dentro de estos flujos, la inversión extranjera neta alcanzará a US$ 1.700 millones, y el resto del financiamiento de mediano y largo plazo provendría de líneas de crédito, previéndose desembolsos por unos US$ 3.200 millones y amortizaciones por alrededor de US$ 1.800 millones. Entre dichos desembolsos destacan los asociados al DL-600, los que se estima llegarán a una cifra del orden de US$ 1.000 millones. Por último, la entrada neta de capitales de corto plazo se estima en torno a los US$ 550 millones. De esta forma, la cuenta de capitales continuará exhibiendo durante 1997 la misma tendencia registrada en los últimos años, hacia un creciente aumento en la participación de los flujos externos de mediano y largo plazo -dentro de los cuales destacan tanto la inversión extranjera directa como la de cartera- en las fuentes de financiamiento externo del país.

En conclusión, para 1997 se proyecta continuar con la reducción gradual de la inflación, acompañada de un crecimiento económico significativo, aunque algo inferior a la tendencia observada en los últimos años, y con un balance razonable de las cuentas externas. Esta trayectoria permitirá continuar avanzando en la senda de estabilidad, crecimiento y desarrollo de la economía nacional.

SEGUNDA PARTE

La Economía Chilena y las Políticas Macroeconómicas Vigentes

SEGUNDA PARTE

LA ECONOMÍA CHILENA Y LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS VIGENTES

I. POLÍTICA MONETARIA

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

Por más de una década, la política monetaria del Banco Central se ha basado en la orientación de las tasas de interés, política fundada en la influencia que dichas tasas ejercen sobre el ritmo de expansión del gasto agregado. En mayo de 1995 el Consejo del Banco Central introdujo una serie de modificaciones sobre la forma de operar de su política monetaria, con lo que amplió y perfeccionó el instrumental disponible para el control del gasto agregado. No obstante dichos cambios, las tasas de interés siguen siendo el objetivo operacional sobre el cual se realiza la política monetaria.

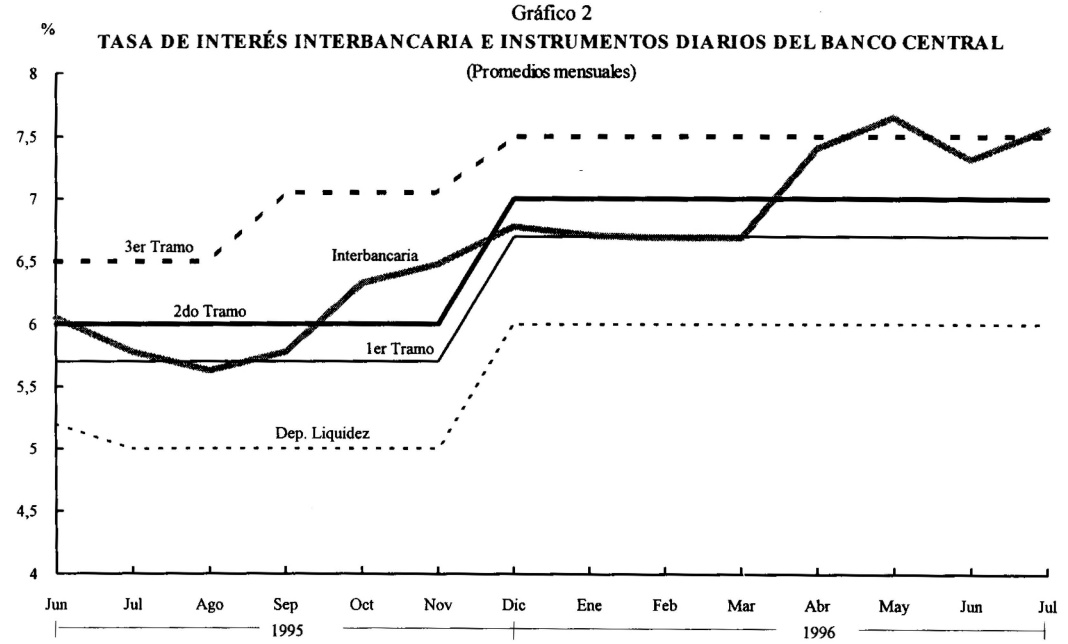
La nueva modalidad de política monetaria ha representado un paso adicional en el proceso de otorgar un rol más importante al mercado en la determinación de un precio macroeconómico tan fundamental como lo es la tasa de interés. Sin embargo, en este nuevo esquema el Banco Central ha seguido velando por la mantención de las tasas de interés dentro de un rango de equilibrio, a través de elementos explícitos que guían las expectativas del mercado respecto a las tasas de interés cortas. Este manejo de la política monetaria, enfocado hacia los mercados de corto plazo, ha evitado una serie de inconvenientes que se presentaban al operar con tasas de interés de instrumentos a tres meses plazo, producto de las expectativas de eventuales movimientos de las tasas de interés por parte del Banco Central.

En cuanto a la evolución de la política monetaria propiamente tal, a partir de septiembre de 1995, el Banco Central impulsó al alza las tasas de interés de mercado, estrechando las condiciones de liquidez prevalecientes en el sistema financiero. Así, la tasa de interés interbancaria se elevó de 5,8% en promedio para septiembre de ese año, a 6,5% en noviembre, pasando de un nivel equivalente al primer tramo de la línea de crédito de liquidez a una tasa que se situaba entre el segundo y tercer tramo. En diciembre de 1995, el Banco Central modificó la estructura de tasas de la línea de crédito de liquidez y también de la cuenta de depósito, para acomodarlas al mayor nivel de tasas de interés prevalecientes en el mercado. Las tasas de interés correspondientes a los tramos de la línea de crédito de liquidez se incrementaron, pasando de 5,7% a 6,7% la tasa correspondiente al primer tramo, de 6,0% a 7,0% la del segundo tramo y de 6,5% a 7,5% la

Gráfico 2

TASA DE INTERÉS INTERBANCARIA E INSTRUMENTOS DIARIOS DEL BANCO CENTRAL

(Promedios mensuales)



del tercer tramo, en términos reales anuales. La tasa de interés para los depósitos de liquidez, por su parte, fue incrementada de 5,0% a 6,0%. Respondiendo a estas medidas, la tasa de interés para operaciones diarias aumentó a 6,8% en promedio de diciembre, y se mantuvo en el nuevo nivel del primer tramo hasta marzo de 1996. En abril, la autoridad monetaria profundizó el ajuste monetario, estrechando nuevamente la liquidez del mercado, lo que llevó la tasa de interés interbancaria a situarse cerca del tercer tramo de la línea de crédito de liquidez, pasando de un nivel de 6,7% para los tres primeros meses del año, a valores en torno a 7,5% para el segundo trimestre de 1996 y lo que va corrido del tercer trimestre (Gráfico 2).

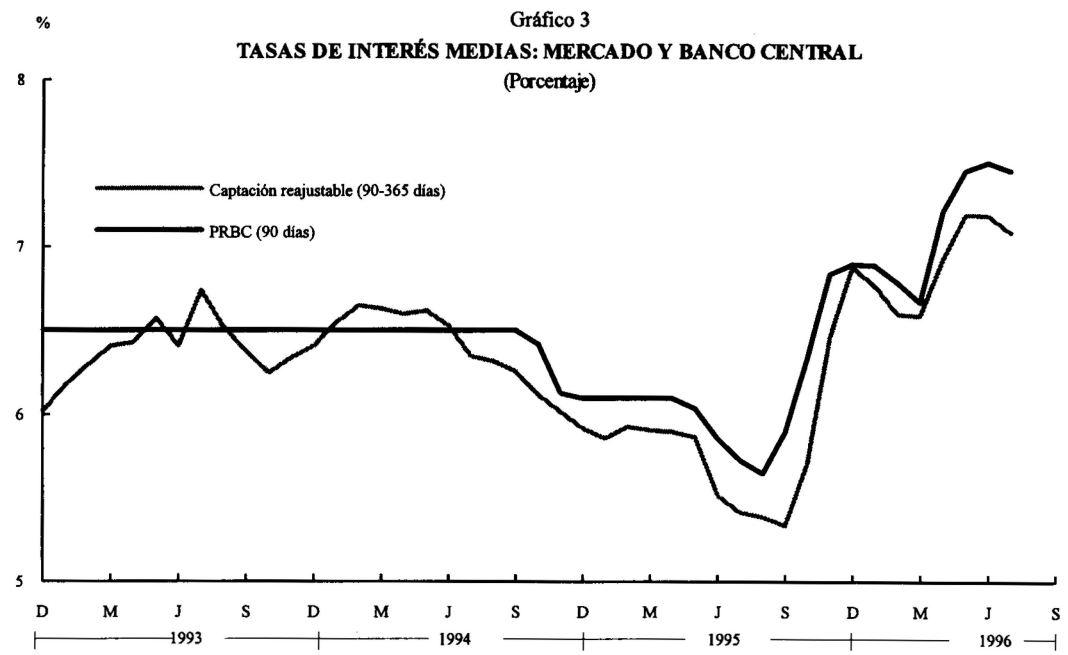
En el transcurso del último año se han restringido los márgenes de utilización de la línea de crédito de liquidez. A partir de septiembre de 1995 se limitó el uso a cada institución financiera, para el promedio del período de encaje, a 90% del monto asignado como primer tramo, y a 60% a partir de octubre. En junio de 1996 se redujo nuevamente dicho porcentaje a 30%. A través de estas medidas se ha buscado incrementar el control monetario por parte del Banco Central, a la vez que se han reducido las posibilidades de arbitraje que se producían por el desalineamiento de las tasas de mercado respecto a los tramos inferiores de la línea de crédito de liquidez. La contrapartida de estas medidas ha sido disminuir las operaciones de crédito libres de colaterales, privilegiando las operaciones repos, que inyectan liquidez por medio de la compra de pagarés con pacto de retroventa.

La tasa de interés de los Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) a 90 días mostró una tendencia al alza el último trimestre del año pasado. Teniendo el mercado un rol más participativo en la determinación de estas tasas, su nivel ha respondido a las condiciones de liquidez imperantes. Así, a

Gráfico 3

TASAS DE INTERÉS MEDIAS: MERCADO Y BANCO CENTRAL

(Porcentaje)



principios de diciembre de 1995, cuando el Banco Central entregó una clara señal de ajuste en la liquidez de mercado al elevar las tasas de interés aplicables a los tramos de la línea de crédito y la cuenta de depósito de liquidez, impulsó las tasas de los PRBC hacia arriba, pasando de 5,9% en septiembre de 1995 a 6,9% en diciembre del mismo año, en términos reales anuales. Durante el primer trimestre de 1996, estas tasas se mantuvieron relativamente estables, mostrando un promedio de 6,8% por sobre la variación de la UF. Sin embargo, en abril del presente año, cuando el Banco Central profundizó el proceso de ajuste iniciado en septiembre de 1995, las tasas se vieron impulsadas al alza, alcanzando un promedio de 7,4% real para el segundo trimestre y de 7,5% para julio (Cuadro 4).

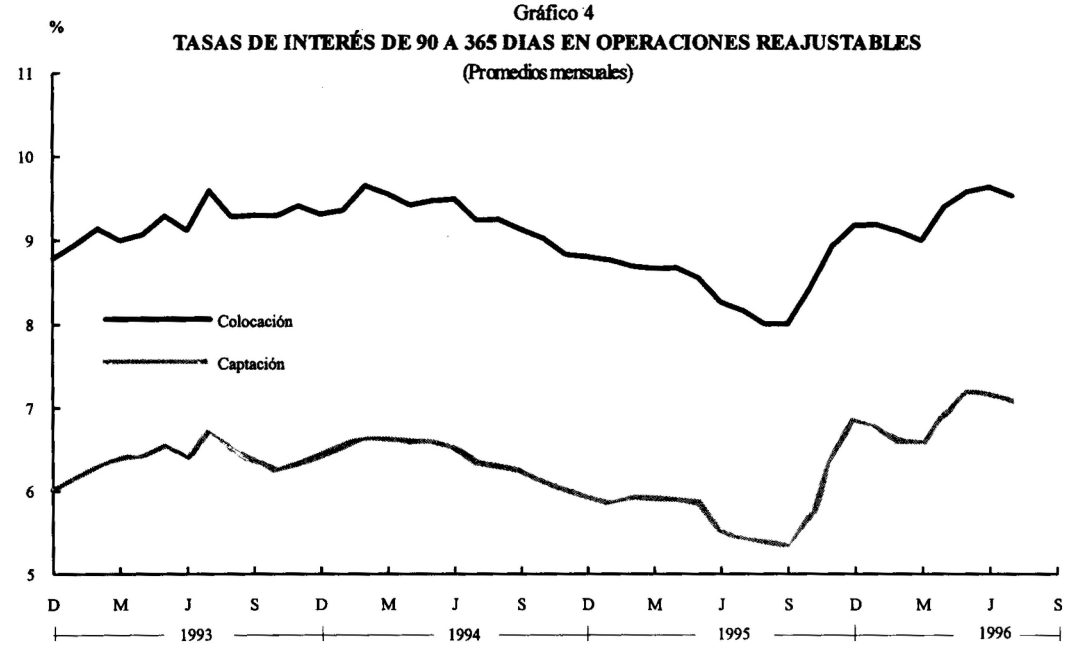
En relación con las tasas de interés de mercado, las de captaciones reajustables según la variación de la UF de 90 a 365 días han evolucionado paralelamente -manteniéndose levemente por debajo- con las tasas de los PRBC durante lo que va corrido de 1996 (Gráfico 3). Así, estas tasas han aumentado desde 6,8% en enero a 7,1% en julio, respondiendo a las señales de política emitidas por el Banco Central. El promedio para los primeros siete meses del año para estas tasas fue de 6,9%, valor que es superior al promedio registrado para cada año de la última década, exceptuando el año 1990. Las tasas de interés para colocaciones, por su parte, registraron un comportamiento similar al de las captaciones, aumentando desde un nivel promedio de 9,2% en enero a 9,5% en julio y promediando 9,4% en lo que va de 1996.

El diferencial entre las tasas de interés para captaciones y colocaciones del sistema financiero durante los primeros siete meses de 1996 fue en promedio 2,4 puntos porcentuales, el menor desde 1990. Siguiendo

Gráfico 4

TASAS DE INTERÉS DE 90 A 365 DIAS EN OPERACIONES REAJUSTABLES

(Promedios mensuales)



con la tendencia de años anteriores, una mayor eficiencia del sistema financiero ha llevado a la posibilidad de operar con diferenciales de tasas cada vez menores (Cuadro 5 y Gráfico 4).

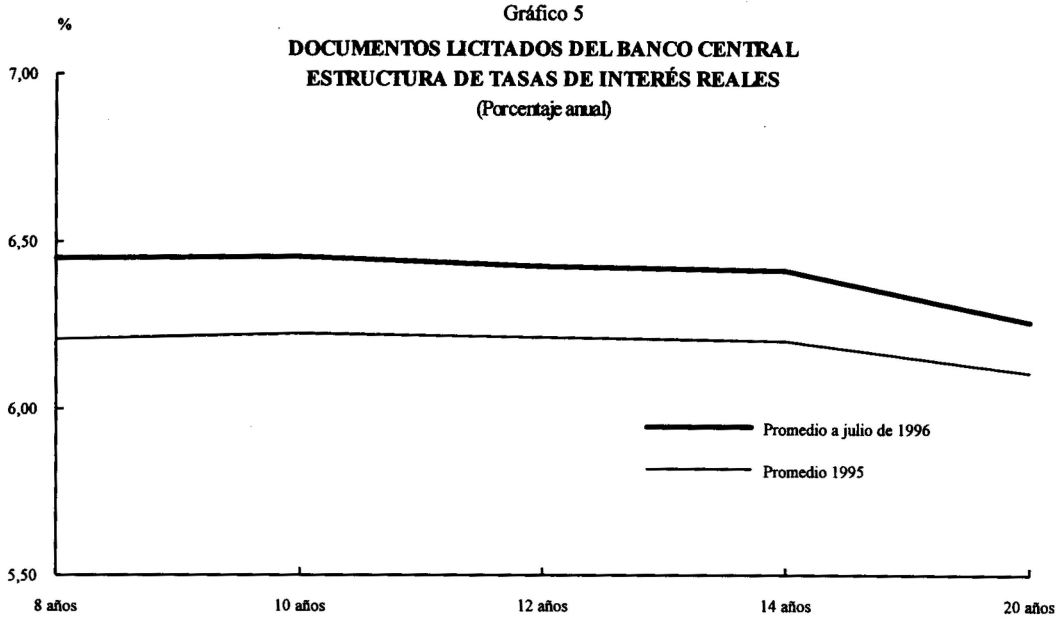
Respecto a la licitación de los Pagarés Reajustables con Cupones (PRC) de largo plazo, durante 1996 se han mantenido los cupos fijados de 300.000 UF por licitación para los pagarés a ocho y diez años y 200.000 UF por licitación para los restantes, las que se efectúan los martes y jueves, con excepción del primer y último jueves de cada mes. Durante 1996 la curva de rendimiento para pagarés de largo plazo se ha desplazado en su totalidad hacia arriba producto del ajuste monetario. Si bien continúa mostrando una pendiente negativa, con una inclinación similar a la del año anterior, este desplazamiento ha tenido un efecto menor sobre las tasas más largas. Así, las tasas de interés para PRC a ocho años se incrementaron en 0,3 puntos porcentuales, desde 6,2% en promedio del año pasado a 6,5% en lo que va corrido del presente año, mientras que las tasas a veinte años se incrementaron en 0,2 puntos porcentuales, desde 6,1% en 1995 a 6,3% en lo que va de 1996. El efecto del ajuste sobre las tasas de los PRBC a 90 días fue considerablemente mayor, incrementándose éstas en un punto porcentual, desde un promedio de 6,1% en 1995 a 7,1% en lo que va de 1996 (Cuadro 4 y Gráfico 5).

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

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

Gráfico 5

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



La evolución de los medios de pago acumulada a julio de 1996 muestra una variación nominal en doce meses de 16,5% para el M1A, y de 15,4% para el circulante, tasas que en términos reales representan incrementos de 7,8% y 6,8% anuales, respectivamente (Cuadro 6 y Gráfico 6). Esta expansión se explica por el crecimiento que ha experimentado el nivel de actividad económica, parcialmente neutralizado por el mayor costo de mantener dinero que se origina en el aumento de la tasa de interés real y nominal. En efecto, la tasa de interés nominal mensual ha aumentado como promedio entre enero y julio de 1996 en 0,09 puntos porcentuales respecto a igual período de 1995. Por su parte, la mayor expansión del M1A respecto del circulante responde a la mayor sensibilidad del primero a variaciones en la expansión de la actividad económica.

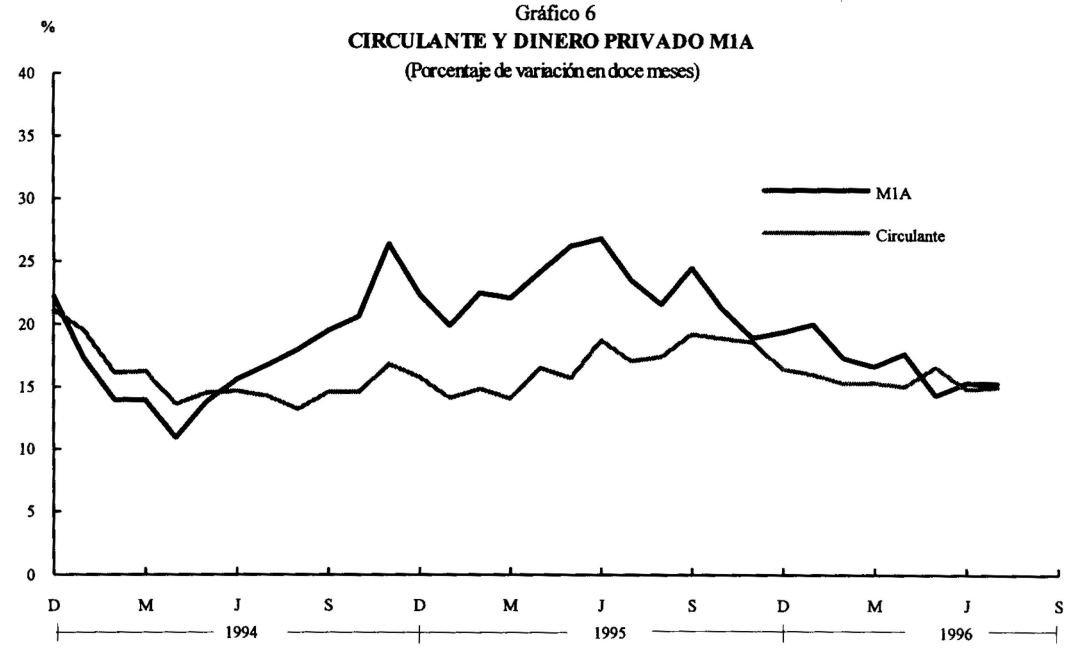
La variación de la emisión promedio de enero a julio de 1996, en comparación con el promedio del mismo período del año anterior, alcanzó a 19,6%. Este incremento corresponde a incrementos de 15,4% del circulante y de 27,1% del encaje monetario. Entre diciembre de 1995 y julio de 1996, la emisión cayó en 5,1%, lo que equivale a una contracción de $ 55 mil millones. Esta contracción se explica básicamente por las operaciones de crédito interno del Banco Central, las que fueron contractivas en $ 313 mil millones y neutralizadas, en parte, por compras de divisas que se tradujeron en operaciones de cambio expansivas por $ 272 mil millones (Cuadro 7).

El crédito otorgado por el sistema financiero registró una importante aceleración en su ritmo de incremento respecto al año pasado. En efecto, la variación real en doce meses de las colocaciones totales se incrementó desde un promedio de 8,6% en 1995 a 17,1% en lo que va corrido del año. El acervo de colocaciones a junio equivale aproximadamente a 46% del Producto Interno Bruto anual, porcentaje similar

Gráfico 6

CIRCULANTE Y DINERO PRIVADO M1A

(Porcentaje de variación en doce meses)



al obtenido en diciembre de 1995. Dado el crecimiento que se proyecta para el stock de colocaciones en el resto del año, se espera que la relación colocaciones a PIB a diciembre de 1996 sea levemente superior a la obtenida en 1995 (Cuadro 8 y Gráfico 7).

La variación real en doce meses de las colocaciones en moneda nacional se ha mantenido estable a lo largo de 1996, con un promedio de 18,1%. No obstante, estas tasas de expansión son considerablemente más altas que las registradas en años precedentes. Las colocaciones hipotecarias, por su parte, siguen mostrando elevadas tasas de expansión real, aunque menores que las de 1995. Con todo, se sigue registrando un importante cambio en la composición de las colocaciones a favor de aquéllas a plazos más largos.

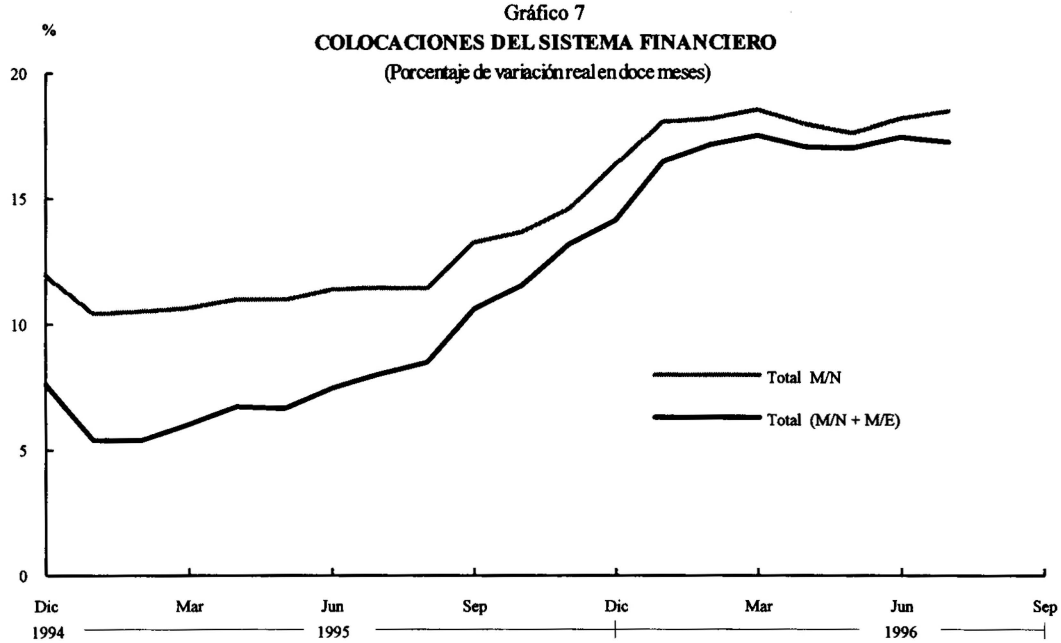
Del total de colocaciones en moneda nacional, aquéllas destinadas al consumo son las que han mostrado el crecimiento más elevado durante el presente año. En términos reales, estas colocaciones han crecido a una tasa promedio de 32,7% anual en lo que va corrido de 1996, pasando de una tasa de expansión real en doce meses de 30,7% en enero a 32,8% en julio.

Por su parte, las colocaciones en moneda extranjera, a diferencia de los dos últimos años, han registrado en 1996 una variación real en doce meses positiva. El promedio de la expansión anual de estas colocaciones es de 10,6% para lo que va corrido del presente año, mostrando una tendencia al alza a lo largo de 1996, pasando de tasas de 7,0% en enero a 12,3% en junio, aunque mostrando una posible reversión durante el mes de julio, con una expansión real en doce meses de 8,9%.

Gráfico 7

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

(Porcentaje de variación real en doce meses)



II. LA POLÍTICA Y LA INSTITUCIONALIDAD CAMBIARIA

II.1 Política cambiaria.

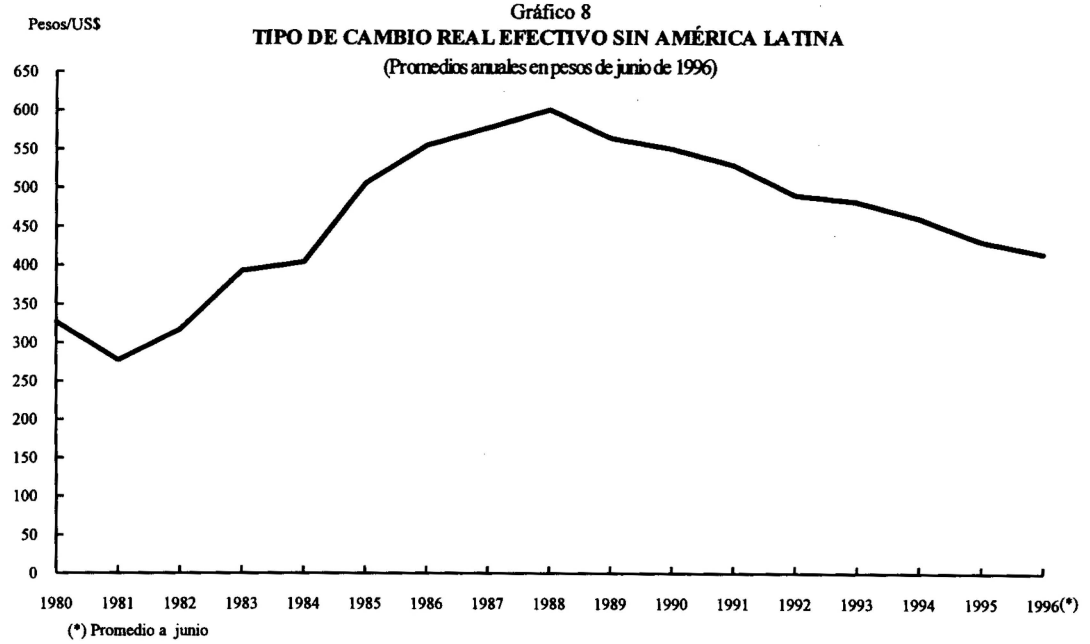
Durante los últimos años, el objetivo de la política cambiaria ha sido limitar la variabilidad de la paridad, con el fin de mantener el tipo de cambio real en un rango acorde con el equilibrio externo de la economía en el mediano y largo plazo, de modo de velar por la estabilidad del sistema de pagos externos como lo indica la Ley Orgánica del Banco Central. Para alcanzar este objetivo, el instituto emisor ha procurado que el uso del ahorro externo sea coherente con un nivel de endeudamiento sostenible por la economía en el mediano plazo. Esto, en términos concretos, se refiere a la mantención de un déficit en cuenta corriente de tendencia de entre 3% y 4% del PIB, el cual permite sostener o incluso mejorar levemente los indicadores de solvencia externa, como la relación deuda externa a PIB o servicios financieros a exportaciones. Si bien la economía puede desviarse coyunturalmente de este rango, lo importante es que, en promedio, el ahorro externo se sitúe alrededor de esas cifras.

De acuerdo con estos objetivos, la trayectoria del tipo de cambio real a través de los últimos años ha estado determinada por las profundas modificaciones estructurales que ha experimentado la economía chilena. Entre los cambios más relevantes se puede mencionar el crecimiento sostenido y la mayor diversificación de las exportaciones, en conjunto con la profundización del proceso de integración financiera al resto del mundo, la que se ha reflejado en aumentos en el volumen y mejoras en la composición del financiamiento externo disponible para la economía.

Gráfico 8

TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO SIN AMÉRICA LATINA

(Promedios anuales en pesos de junio de 1996)



Estos cambios han llevado al Banco Central a validar una apreciación gradual y moderada del tipo de cambio real. Es así como durante la década el tipo de cambio real ha caído a una tasa promedio anual de 4,6%, acumulando a la fecha una apreciación cercana a 24%. En los primeros seis meses de 1996, y siguiendo esta tendencia, el promedio del tipo de cambio real disminuyó 5,4% respecto al nivel alcanzado en el primer semestre del año anterior. No obstante, el tipo de cambio real verificado en lo que va corrido de 1996, es 23% más alto que el vigente en 1979, año anterior a la fuerte apreciación del peso ocurrida a principios de los ochenta, y sólo 14% más bajo que en 1986, año en que el tipo de cambio sobrerreaccionó al alza para enfrentar la aguda escasez de divisas que se produjo con posterioridad a la crisis internacional de la deuda externa de comienzos de esa década (Cuadro 9 y Gráfico 8).

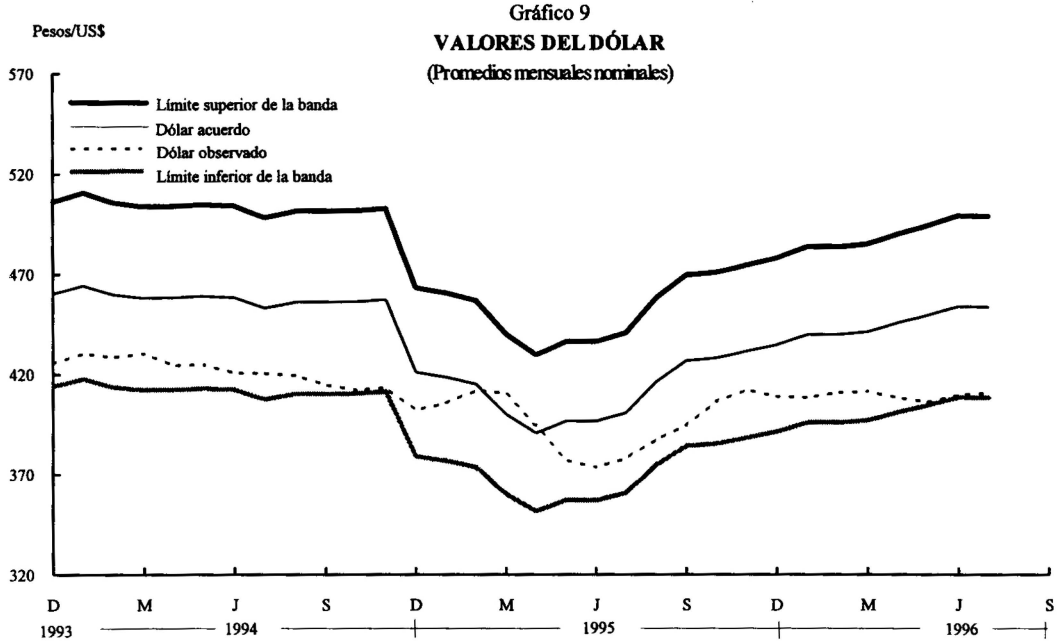
Por otra parte, el Banco Central decidió agregar al descuento que ya se efectúa por concepto de inflación externa a la evolución de la Canasta Referencial de Monedas (CRM) en relación con la unidad de fomento, un factor adicional que aproxime la tendencia de mediano plazo en el tipo de cambio real de equilibrio, en la actualidad estimada en una apreciación real de 2% anual, de modo que la evolución de esta variable refleje la tendencia que ha venido mostrando la economía chilena durante los últimos años.

La trayectoria del tipo de cambio nominal se ha mantenido desde los últimos meses de 1995 en niveles bastante estables, fluctuando en torno a 410 pesos por dólar. La paridad nominal se ubicó como promedio en torno a dos puntos porcentuales sobre el piso de la banda en lo que va corrido del año, casi tocando el piso en los meses de mayo y junio, producto del importante incremento del dólar acuerdo, el que tuvo su origen en la apreciación del dólar en los mercados internacionales.

Gráfico 9

VALORES DEL DÓLAR

(Promedios mensuales nominales)



En relación con este punto es importante destacar que la evolución de la tasa de intercambio entre el peso y el dólar en los últimos años se ha visto significativamente influida por las fuertes fluctuaciones que experimentó esta última moneda respecto del yen y del marco, las que afectan el valor del dólar acuerdo. Durante gran parte de 1994, el valor del dólar acuerdo se mantuvo prácticamente constante debido a que mientras éste se devaluaba por el diferencial entre la inflación interna y externa, ello era compensado por la depreciación del dólar en los mercados internacionales. A partir de 1995, la depreciación del dólar se agudizó, llevando a que el dólar acuerdo entre diciembre de 1994 y junio de 1995 disminuyera en 5,8%. No obstante, en la segunda mitad del año, el dólar comenzó a recuperar terreno, con lo que el dólar acuerdo en el mes de diciembre recién pasado superó en casi 10% el valor mínimo alcanzado en junio de 1995. En julio del presente año, el dólar acuerdo presentaba un aumento superior a 14% respecto del mínimo mencionado y de 4,3% en relación al valor promedio alcanzado durante diciembre de 1995. En este punto es importante mencionar que el valor observado de la divisa en el mercado sigue parcialmente la evolución del dólar acuerdo, lo que significa que parte de la depreciación nominal de la relación peso-dólar del primer semestre de 1996, en relación con el segundo semestre de 1995, fue el reflejo de la apreciación de esta última moneda en los mercados internacionales (Gráfico 9).

II.2 Institucionalidad cambiaria.

Durante el segundo semestre de 1995 y el primero del presente año, el Banco Central ha continuado con la profundización de las medidas tendientes a liberalizar el mercado cambiario. Lo anterior se refleja en la mayor unificación del mercado cambiario formal e informal, cuyo diferencial prácticamente ha

desaparecido. Asimismo, la normativa de encaje a los créditos externos ha sido perfeccionada mediante diversas medidas tendientes a unificar el tratamiento de las distintas fuentes de entrada de recursos externos, siguiendo con la política de selectividad en la apertura de la cuenta de capitales.

En lo que sigue, cabe mencionar las modificaciones a la normativa cambiaria y de regulación de los flujos de capitales durante el segundo semestre de 1995 y el primer semestre de 1996.

Entre julio y diciembre de 1995

- A comienzos de julio, se amplió la aplicación del encaje al ingreso de divisas para realizar inversiones en el país, exceptuando la inversiones destinadas a formar o a incrementar el capital social de una empresa local.

- A comienzos de agosto, se acordó eliminar los capítulos XVIII y XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central (C.N.C.I.) que regulaban la inversión extranjera realizada sobre la base de la conversión de títulos de deuda externa chilena transados en mercados internacionales. Esta medida eliminó las restricciones a las remesas de capital y utilidades que regían para los inversionistas acogidos a estos capítulos.

- Durante septiembre se rebajó a 5 días hábiles el plazo máximo para adquirir divisas producto de la enajenación de acciones provenientes de la sustitución de títulos ADR.

- En noviembre se agregó al descuento que ya se efectuaba por concepto de inflación externa a la evolución del valor de la canasta referencial de monedas (CRM) en relación a la unidad de fomento, un factor de tendencia de revaluación del tipo de cambio de 2% anual, con el fin de que la trayectoria estimada del tipo de cambio real se aproxime a su rango de equilibrio de mediano plazo.

- Se permitió mantener en el exterior los recursos provenientes de la emisión de bonos realizada fuera del país, con el fin de ser destinados al pago de créditos externos autorizados y registrados en el Banco Central de Chile, o bien a la realización de inversiones en instrumentos financieros en el exterior.

- Durante el mismo mes se redujo de US$ 25 millones a US$ 10 millones el monto mínimo de capital a ingresar por aquellas empresas que suscriban con el Banco Central de Chile, una segunda Convención al amparo del Capítulo XXVI.

- En diciembre se uniformó la terminología del depósito o encaje aplicable a los créditos externos, hablando, en adelante, sólo de encaje.

De enero a julio de 1996

- En enero se estipuló que los deudores de créditos externos registrados al amparo del Capítulo XIV pueden acceder al Mercado Cambiario Formal, en forma anticipada al vencimiento registrado en el Banco Central, con el objeto de prepagar al acreedor o de mantener los recursos en una cuenta en el exterior, la cual puede ser dada en garantía al acreedor.

- También se autorizó a los exportadores para pagar, directamente en el exterior, con el producto de

sus retornos de exportación, sus créditos externos registrados en el Banco Central de Chile.

- En marzo se estipuló que los anticipos de exportación deben ingresar al país a través del mercado cambiario formal, con el fin de obtener mayor claridad sobre el origen de las divisas y evitar así la entrada de créditos externos disfrazados de anticipo de exportación que evaden el pago de encaje.

- Por otro lado, se exceptuó del pago de encaje a aquellos créditos externos que son destinados en su totalidad a prepagar directamente en el exterior créditos externos previamente autorizados por el Banco Central de Chile, siempre que su plazo promedio ponderado fuera similar al plazo promedio ponderado residual del crédito a prepagar.

- En abril se elevó de US$ 3 mil a US$ 15 mil mensuales el monto tope de divisas que pueden adquirirse libremente en el mercado cambiario formal, manteniéndose sólo la obligación de informar con fines estadísticos el uso que se dará a las divisas.

- En el mes de mayo se determinó que a los créditos externos que ingresen al amparo del capítulo XIV del C.N.C.I. como también a los préstamos para exportaciones solicitadas por nacionales a través del capítulo VI, no se les permitirá registrar más de una prórroga por un plazo promedio ponderado de un año. En caso de no cumplir con lo anterior, se sancionará al deudor con una multa a beneficio fiscal equivalente a 4% de la cuota vencida. Transcurrido el año, y de no efectuarse el pago de la obligación al exterior, nuevamente se le aplicará la misma sanción.

- En igual mes se acordó que todo préstamo de exportación deberá ser identificado con embarques particulares, teniendo que ser inmediatamente pagado una vez recibidos los retornos de exportación.

- Durante julio se autorizó a los deudores de créditos externos acogidos al capítulo VI del Título II del C.N.C.I., para pagar intereses y comisiones en forma directa en el exterior con los recursos provenientes de las operaciones de exportación que realicen.

Continuando la tendencia observada durante los años anteriores, las medidas adoptadas se han orientado a una apertura de la cuenta de capitales que privilegia la integración gradual y selectiva a los mercados de capitales internacionales.

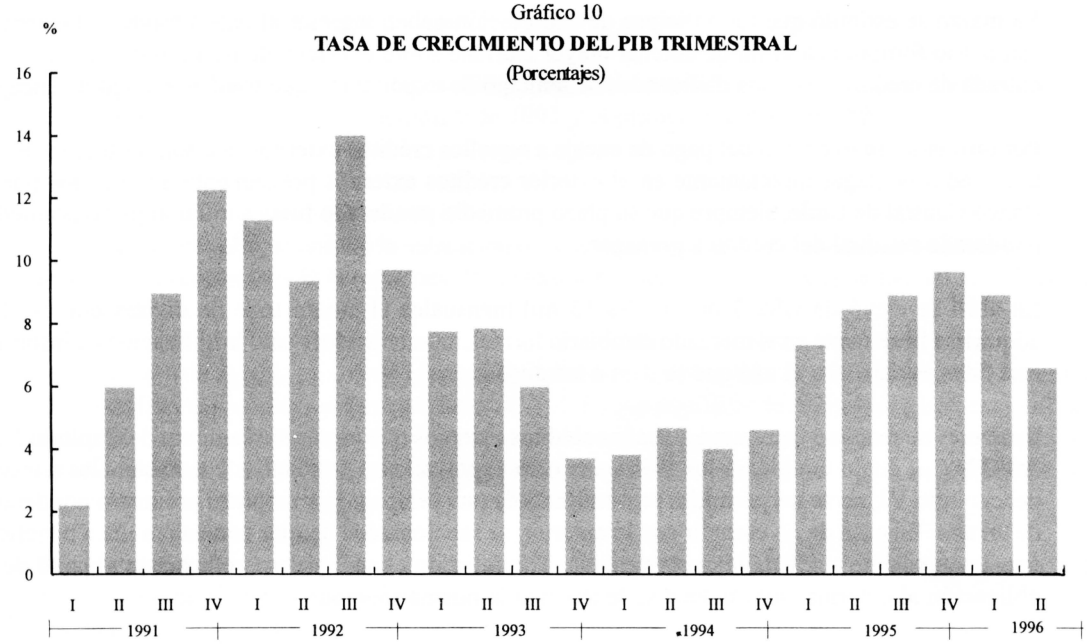
III. ACTIVIDAD ECONÓMICA, GASTO GLOBAL Y EMPLEO

La tasa de crecimiento del producto interno bruto (PIB) durante el primer semestre de 1996 fue de 7,7% respecto al mismo período del año anterior. Esta situación estuvo básicamente influida por la desaceleración de la economía ocurrida durante el segundo trimestre. De este modo, la actividad se fue moderando, desde un incremento de 8,9%, verificado en el primer trimestre, a 6,6% en el segundo (Cuadro 10 y Gráfico 10). El gasto interno, por su parte, se expandió en 9,4% durante el primer semestre del año, presentando una tendencia decreciente respecto a lo observado en el segundo semestre de 1995, resultado que reflejó una trayectoria del producto gradualmente concordante con el objetivo buscado por la autoridad económica a través de su política de ajuste.

Gráfico 10

TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL

(Porcentajes)



En cuanto al ingreso nacional bruto disponible real, se observó en este período una tasa de variación de alrededor de 4,3%, tasa inferior a la del producto interno bruto, lo que se explica por la normalización en la relación de precios de intercambio observada en el semestre.

Desde el punto de vista de los sectores de origen del PIB, durante el primer semestre del año se observó que el crecimiento de la economía se centró principalmente en los sectores productores de bienes no transables, los que presentaron una tasa de variación de 9,9%, mientras que los sectores productores de bienes transables crecieron en 3,7%. Dentro del primer grupo, los mayores incrementos se observaron en las actividades de comercio, construcción y transporte y comunicaciones, mientras que en los sectores transables destacó el comportamiento del sector minero (Cuadro 11).

De este modo, las actividades más dinámicas durante el primer semestre de 1996 y que presentaron crecimientos significativos fueron: el comercio (13,1%), la construcción (12,4%), la minería (10,8%) y el transporte y las comunicaciones (9,8%). Por otra parte, el sector electricidad, gas y agua y los servicios financieros experimentaron una expansión similar al promedio de la economía, en tanto que los sectores de la industria manufacturera, otros servicios (personales, propiedad de vivienda, administración pública) y pesca resultaron menos dinámicos. Finalmente, el sector agropecuario-silvícola presentó una leve caída.

En efecto, el sector agropecuario-silvícola mostró en el semestre una disminución de 0,1%. Esto se habría debido fundamentalmente al comportamiento del rubro en el segundo trimestre, puesto que en el primero experimentó un leve aumento. Lo anterior se explicó básicamente por el bajo desempeño del

subsector agrícola (fundamentalmente los cultivos anuales, a consecuencia de la baja en los rendimientos por efectos climáticos presentados en algunas regiones) y del silvícola, mientras que el subsector frutícola experimentó un incremento significativo.

La actividad pesquera extractiva, presentó un crecimiento de sólo 1,6%, respecto a igual semestre del año anterior, explicado principalmente por la expansión de los centros de cultivo, mientras que la pesca industrial y artesanal experimentaron caídas en sus niveles de producción.

La minería mostró en el primer semestre de 1996 un crecimiento de 10,8%, liderado principalmente por el elevado crecimiento de la mediana y gran minería, aunque esta última presentó una caída durante el segundo trimestre debido a la paralización laboral de la división Chuquicamata en el mes de mayo. La mayor producción de la minería del cobre se sustentó principalmente en los aumentos en la generación de productos con mayor valor agregado. El resto de las actividades mineras presentó un crecimiento conjunto más moderado.

Entre los sectores que crecieron a tasas menores que el promedio de la economía se encuentra el sector industrial, registrando un crecimiento de 2,6%. En relación a las ramas industriales orientadas a la demanda interna, aquéllas que satisfacen principalmente las necesidades de consumo, presentaron un crecimiento promedio de 3,6%, destacándose la producción de bienes de consumo durable. Las ramas productoras de bienes intermedios crecieron en 2,2%, cifra levemente bajo el promedio global sectorial. Destacaron en especial los materiales para la construcción (14,5%), como resultado de la mayor demanda derivada de la expansión que registró el sector construcción, la cual se reflejó en la evolución de ramas industriales tales como los productos minerales no metálicos (17,5%) y productos de vidrio (5,7%).

En el primer semestre, la producción de bienes que sustituyen principalmente importaciones mostró una leve recuperación al crecer 0,2%, explicado por el aumento en la producción de textiles. Las ramas orientadas a la exportación presentaron un incremento inferior al promedio del sector, como resultado del bajo desempeño de la elaboración de productos del mar.

El sector electricidad, gas y agua experimentó durante el semestre un crecimiento de 7,4%, como consecuencia de la alta generación de energía termoeléctrica, la cual más que compensó la menor generación hidroeléctrica que se vio afectada por factores climáticos. Los otros subsectores presentaron crecimientos moderados en el período.

La expansión del sector construcción, que alcanzó 12,4% en el primer semestre de 1996, fue el resultado principalmente de crecimientos en la edificación privada no habitacional y en las obras de infraestructura. La incidencia de la edificación habitacional se concentró principalmente en el primer trimestre, debido en parte a las obras de arrastre iniciadas en 1995 y a la evolución de los permisos de edificación.

En cuanto al comportamiento del sector comercio, restaurantes y hoteles, éste se expandió a una tasa de 13,1%, cifra explicada principalmente por la mayor comercialización de bienes importados y, en menor grado, por las ventas internas de bienes de origen nacional.

Finalmente, el sector transporte y comunicaciones creció 9,8% durante el primer semestre del año, liderado por la expansión de los servicios prestados por los subsectores comunicaciones (16,8%) y transporte aéreo (10,2%).

En lo que respecta a la demanda interna, ésta presentó una expansión de 9,4%. Aunque dicha tasa fue inferior a la registrada en el segundo semestre de 1995, cuando alcanzó su máximo crecimiento, constituyó un incremento elevado en relación al aumento del ingreso. Sin embargo, se destacó el perfil decreciente que presentó esta variable; mientras en el primer trimestre alcanzó 12,5%, en el segundo mostró una desaceleración, llegando a 6,3%. Bajo este contexto, la política de ajuste comenzó a mostrar sus efectos en la segunda mitad del primer semestre de 1996, haciendo converger el crecimiento del gasto hacia un nivel compatible con la evolución del ingreso nacional.

Al igual que en 1995, el componente de la demanda final que presentó una mayor tasa de incremento fue la formación bruta de capital fijo, que creció en el semestre 17,3% en términos reales (Cuadro 12). Este incremento estuvo liderado por la inversión en maquinaria y equipo, destacando los bienes de capital de origen importado. Asimismo, la inversión en construcción presentó un elevado crecimiento en el período (13,2%).

En cuanto al gasto de consumo privado, se observó un crecimiento cercano a 10,4%, cifra superior al registrado por el PIB. Esta situación se habría explicado por el sostenido aumento observado en los niveles de remuneraciones y por el efecto rezagado del elevado ingreso nacional registrado en 1995, que posiblemente influyó en la percepción del ingreso permanente de los consumidores. Otro factor adicional, que habría influido en los altos niveles de consumo fue el comportamiento de los créditos de consumo, los cuales mantuvieron los elevados crecimientos en términos reales experimentados en 1995. El gasto de consumo del gobierno, por su parte, alcanzó 2,6%, incidiendo en ello los mayores gastos en salud pública y en la administración pública.

Las importaciones de bienes y servicios crecieron 15,3% durante el semestre, mostrando una desaceleración, al bajar en más de 10 puntos porcentuales con respecto al segundo semestre de 1995. Las de bienes de consumo presentaron un marcado crecimiento, aunque se observó una evolución decreciente a lo largo del semestre, experimentando una tasa cercana a 36%, en el primer trimestre, y en torno a 24% en el segundo. Las importaciones de bienes de capital, en tanto, presentaron una tendencia creciente, con tasas de crecimiento de 18,1% y 30% para el primero y segundo trimestre, respectivamente. Este comportamiento se habría explicado en parte por la baja base de comparación en el mismo período del año anterior. Las importaciones de bienes intermedios, en cambio, crecieron a tasas menores, alcanzando un aumento en torno al 10,3% como promedio en el primer semestre.

Las exportaciones de bienes y servicios presentaron durante el primer semestre de 1996 un crecimiento de 11,8% en términos reales. Se debe mencionar que durante el período se produjo una importante baja en los precios internacionales de los principales productos de exportación, especialmente del cobre y la celulosa. Sin embargo, contrarrestando la situación anterior, destacó el significativo aumento de los volúmenes exportados, que en el caso del cobre alcanzó 24% y en los bienes no cobre, 9,1%.

El comportamiento de los precios, tanto de las exportaciones como de las importaciones, provocó un deterioro en la relación de términos de intercambio con el exterior en este período, lo que se vio reflejado en un crecimiento de sólo 4,3% en el ingreso nacional bruto disponible, inferior en aproximadamente 3,4 puntos porcentuales al producto, situación inversa a la observada durante el año pasado.

En relación con el empleo, de acuerdo con la nueva metodología del INE, a junio se registró a nivel nacional una tasa de desocupación de 6,6%, en tanto que en la Región Metropolitana, ésta llegó a 7,5%.

Cabe señalar que estas tasas no resultan comparables con la medición efectuada hasta diciembre de 1995, por cuanto corresponden a una nueva encuesta de empleo que comenzó a publicar el INE (Cuadro 13).

Por otra parte, la encuesta de ocupación y desocupación para el Gran Santiago que elabora el Departamento de Economía de la Universidad de Chile mostró a junio de 1996, una moderación en el ritmo de generación de puestos de trabajo en relación a lo observado durante el primer trimestre del año. En efecto, mientras al primer trimestre de 1996 la ocupación mostraba un incremento en doce meses de 6,0%, durante el segundo trimestre llegó a 3,3%, aumento que aún resulta significativo si se le compara con el crecimiento del primer semestre de 1995. Asimismo, la fuerza de trabajo registró un incremento de 4,6%, y la tasa de desocupación llegó a 7,2%, ambos durante el segundo trimestre del año (Cuadro 13A).

IV. INFLACIÓN Y REMUNERACIONES

IV.1 Indicadores de inflación por sectores y subyacente.

La reducción que presenta la tasa de inflación en los últimos meses permite esperar el cumplimiento de la meta de inflación planteada por el Banco Central para el presente año (±6,5%), lo que se enmarca dentro de la estrategia de mediano plazo que se ha propuesto el instituto emisor para lograr la convergencia de la inflación a los niveles observados en la mayoría de las economías desarrolladas. En efecto, el Índice de Precios al Consumidor (IPC) registró una variación en doce meses de 7,7% en julio de 1996 y se espera un avance adicional en agosto, lo que se compara positivamente con los incrementos de los precios al consumidor de 8,2% y 7,9% al finalizar 1995 y el primer trimestre de 1996, respectivamente (Cuadro 3 y Gráfico 1).

Sin embargo, la evolución de la inflación no estuvo libre de fluctuaciones durante el último año. Tras alcanzar su nivel más bajo en mayo de 1995 (7,4%), la variación del IPC se vio afectada por fuertes efectos de tipo estacional y transitorio de un grupo de alimentos durante el trimestre agosto-octubre, los que sumados al alza de los impuestos a los cigarrillos y la gasolina decretado en el mes de agosto, contribuyeron a elevar los registros de inflación durante los meses siguientes. Hacia fines de año la inflación medida mostró una marcada disminución, reflejando la reversión de la irregularidad observada en los precios del mencionado grupo de alimentos, y contribuyendo a que el registro de inflación finalizara en línea con lo presupuestado para 1995. Posteriormente, durante el segundo trimestre de 1996, se volvió a registrar una aceleración de la tasa de inflación, producto de los efectos derivados de shocks de oferta no esperados, como fueron el aumento en los precios internacionales del petróleo, a lo que se sumó el alza del precio internacional del trigo y sus derivados.

La reciente evolución de los precios muestra ciertos avances en la reducción de la tasa de inflación anual, aunque liderados en lo fundamental, por los sectores transables y un comportamiento más favorable en el precio de los productos estacionales, respecto a igual período del año anterior. Por su parte, la evolución de la tendencia inflacionaria ha sido algo menos favorable. En efecto, aun cuando las mediciones de inflación subyacente, que buscan reflejar la tendencia de inflación depurada de elementos irregulares, presentaron tasas de variación sistemáticamente menores a las de la inflación medida durante la mayor parte de 1995 y el primer trimestre del presente año, comenzaron a converger a ésta durante los meses siguientes. Es así como, tanto las mediciones del Banco Central como las del INE indican que la inflación subyacente ha pasado del estancamiento observado durante el segundo semestre del año pasado a una tendencia leve, pero continua, al alza durante el primer semestre.

Entre los distintos componentes del Índice de Precios al Consumidor, el registro más favorable en el mes de julio de 1996 se observó en las agrupación de vestuario, con una variación en doce meses de -9,3%. El rubro de alimentación alcanzó en el mismo período una variación de 6,6%, mientras que el rubro de vivienda mostró una variación de 7,7% en doce meses. Los mayores incrementos se presentaron en el rubro de otros bienes y servicios, que incluye servicios de educación, salud, recreación y otros misceláneos, con una variación de 12,0% en doce meses, y en el rubro de transporte y comunicaciones, con una variación de 11,2% en el mismo período. Por su parte, el Índice de Precios al Por Mayor presentó en el mes de julio una variación acumulada en doce meses de 7,4%, lo que representa una disminución de 0,8 puntos porcentuales respecto del crecimiento registrado por este indicador durante 1995.

En lo que respecta a la descomposición de la inflación entre bienes transables y no transables que calcula el INE, durante los doce meses terminados en julio la canasta de bienes y servicios no transables alcanzó una variación promedio de 10,0%, mostrando una evolución muy estable durante este período. Asimismo, la tasa de inflación registrada por la canasta de bienes transables mantuvo un ritmo relativamente constante, fluctuando en torno a una tasa de crecimiento promedio de 5,7% en los doce meses terminados en julio, mes en el cual registró una variación acumulada en doce meses de 4,1%, que se compara positivamente con la variación en doce meses de 5,6% en diciembre del año anterior.

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

IV.2 Remuneraciones y productividad.

Si bien durante el segundo semestre de 1995 la evolución de las tasas de variación de las remuneraciones nominales había mostrado una tendencia descendente y, por tanto, concordante con los objetivos de inflación planteados, en noviembre de ese año se quebró esta tendencia. En efecto, la variación en doce meses de las remuneraciones nominales comenzó a mostrar un cambio de comportamiento, acelerándose en febrero de 1996, mes a partir del cual se presentaron aumentos significativamente superiores a los observados hacia finales de 1995, dejando de esta forma de contribuir al proceso de reducción inflacionario. Es así como el Índice de Remuneraciones por Hora y el Índice de Costo de Mano de Obra registraron incrementos nominales en junio del presente año, respecto de igual mes del año anterior, de 14,9% y 13,7%, respectivamente. Las remuneraciones reales, en tanto, registraron incrementos en doce meses de 6,1% para las remuneraciones por hora y 4,5% para el costo de la mano de obra (Cuadro 14A y 14B).

Es importante destacar, como se ha hecho en ocasiones anteriores, que la reducción de la inflación se vería facilitada por una continua y persistente desaceleración en el ritmo de crecimiento de las remuneraciones nominales, situación que hasta el momento no se ha observado. A su vez, siendo deseable que los incrementos reales de las remuneraciones tiendan a converger hacia el crecimiento de tendencia de la productividad, los incrementos observados en lo que va corrido del año constituyen una señal preocupante para las perspectivas futuras de la tasa de inflación. Para continuar con su reducción es conveniente que los reajustes de remuneraciones entreguen una mayor consideración explícita a la inflación proyectada decreciente en lugar de la inflación pasada, de tal manera que el incremento de los costos laborales nominales por unidad de producto sea inferior a la inflación pasada. Esto es perfectamente compatible con un incremento

de los salarios reales medios y constituye la forma más sólida de asegurar que los salarios no se deterioren a futuro como consecuencia de la inflación.

En relación con la evolución futura de las remuneraciones, es conveniente revisar los antecedentes que se refieren a los contratos de negociación colectiva realizados durante el primer semestre de 1996. Los reajustes iniciales por sobre la inflación pasada en dichos contratos muestran una evolución moderada, la que se estima coherente con la evolución de la productividad laboral y las metas de inflación futura. En efecto, las últimas cifras disponibles para el segundo trimestre de 1996, muestran un reajuste promedio convenido por sobre la inflación pasada de 1,6%, lo que se compara con 1,2% y 1,6% en el primer trimestre del año y el cuarto trimestre de 1995, respectivamente (Cuadro 15).

Hay que destacar que los logros obtenidos en materia de estabilidad de precios no habrían sido posibles de no existir un firme compromiso con la meta planteada, y la voluntad de utilizar todo el instrumental de política monetaria para llevar la demanda agregada y la producción a una trayectoria concordante con la consecución de dicha meta. Es así como las medidas adoptadas por las autoridades monetarias hacen que la meta planteada para el presente año, en torno a 6,5%, sea plenamente alcanzable. En efecto, el grado de armonía que ha primado entre la estabilización de los precios, la evolución de la actividad económica y las cuentas externas, es la mejor garantía de que los éxitos obtenidos a lo largo de los últimos años pueden mantenerse y ampliarse en el futuro. Dado lo anterior, no se puede dudar de la voluntad de continuar avanzando en este frente, y menos aún, del firme compromiso del Banco Central con el logro de sus metas inflacionarias actuales y futuras.

V. El SECTOR EXTERNO

V.1 La cuenta corriente.

Según cifras provisionales, durante el primer semestre de 1996 la cuenta corriente de la balanza de pagos presentó un déficit de US$ 353 millones, lo que significó un considerable deterioro en relación al superávit de US$ 775 millones de igual período de 1995. Este resultado es atribuible principalmente a la caída en los términos de intercambio que se produjo como consecuencia del retorno a niveles más normales de los precios de algunos de los principales productos de exportación, los que se encontraban en niveles excepcionalmente altos durante el primer semestre de 1995. Es así como el superávit de balanza comercial disminuyó desde US$ 1.461 millones a US$ 397 millones en ese lapso. El resultado del primer semestre de 1996 se logró con un nivel de exportaciones de US$ 8.119 millones y uno de importaciones de US$ 7.722 millones. Mientras las primeras crecieron sólo 0,4%, las segundas lo hicieron a una tasa de 16,5% en relación con igual período del año anterior (Cuadro 16 y 17).

El bajo crecimiento en el valor de las exportaciones de bienes resultó de una caída de 12,2% en los precios, la que fue contrarrestada por un incremento de 14,3% en los volúmenes embarcados. En cuanto a la participación por tipo de bienes, mientras las exportaciones de cobre se incrementaron 8,7% en el período, el valor de las exportaciones del resto de los productos sufrió una disminución de 4,3%. El aumento de las primeras fue consecuencia de incrementos de 23,8% en los volúmenes como resultado de la entrada en producción de nuevas explotaciones mineras, lo que más que compensó una baja de 12,2% en el precio FOB del metal (Cuadro 18).

Entre las exportaciones distintas de cobre, el valor de aquéllas de productos tradicionales disminuyó

en 12,3%, como resultado de una caída de 18,6% en los precios, atenuada en parte por un incremento de 7,7% en los volúmenes. Las reducciones de precios más significativas afectaron al oxidoferromolibdeno (-62,9%) y al metanol (-65,7%). En ambos casos, los resultados se explican porque la base de comparación fue un nivel de precios excepcionalmente alto en los primeros seis meses de 1995, en tanto que en el primer semestre de este año volvieron a niveles más normales. La caída en las exportaciones de estos dos productos alcanzó un total de US$ 207 millones, a pesar de que en ambos bienes los volúmenes exportados crecieron (20,3 y 26,9%, respectivamente).

El valor de las exportaciones de fruta, por su parte, disminuyó 8,0% con respecto al primer semestre de 1995, como consecuencia de una caída de 17,5% en los precios contrarrestado por un incremento de 11,5% en los volúmenes. Sin embargo, se estima que esta baja será revertida dentro del año al incorporarse información sobre los precios definitivos obtenidos en el exterior.

Otro producto importante dentro de las exportaciones tradicionales es la celulosa, la que, por su ponderación, incide significativamente en el comportamiento del grupo. Los precios de este bien cayeron 44,5% en doce meses en el caso de la celulosa cruda, y 39,8% en el de la blanqueada. Esta baja fue reforzada, en el caso de la celulosa cruda, por reducciones de 14,5% en los volúmenes.

Pese a las notorias reducciones en los montos exportados de productos como molibdeno, metanol y celulosa, que ascendieron a US$ 460 millones, el impacto sobre el total de exportaciones de productos tradicionales distintos de cobre fue aminorado por el crecimiento de otros productos importantes tales como el metal doré, yodo y harina de pescado.

Las exportaciones de productos no tradicionales, por su parte, mostraron un crecimiento de 4,8% en el semestre, como consecuencia de incrementos de volumen de 10,5% y caídas de precios de 5,2%. Contribuyeron favorablemente a estos resultados productos como el vino (con mejores precios y mayores volúmenes), algunos productos alimenticios derivados del agro y del mar, y el sector de productos metálicos y eléctricos. Entre los productos cuyas exportaciones disminuyeron en el período, cabe mencionar algunos del mar (truchas, salmones y mero, debido principalmente a caídas en los precios), así como las cebollas, purés y jugos de tomate, entre los productos agrícolas y derivados del agro. Otros sectores industriales como el forestal y el de industrias metálicas básicas también mostraron bajas en sus exportaciones (cabe mencionar entre ellas, los chips de madera y los alambres de cobre, entre otros) (Cuadro 19).

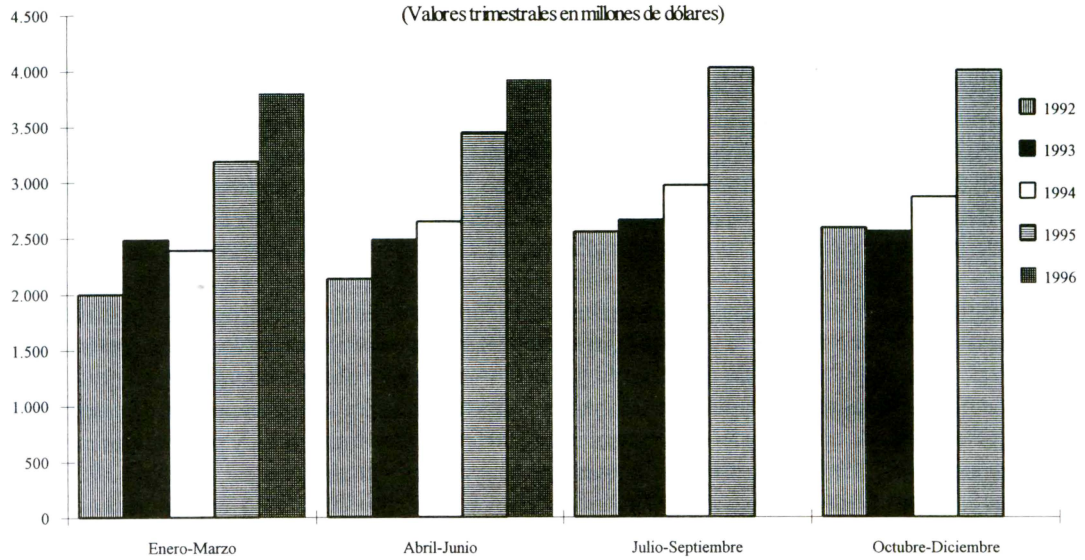
Al deterioro de la balanza comercial contribuyó también el crecimiento de las importaciones FOB de 16,5% en relación con igual período del año anterior, aun cuando su nivel fue inferior en 3,8% al del semestre precedente (Gráfico 11). El crecimiento en doce meses señalado obedeció fundamentalmente a un aumento de volumen de 16,0%, por cuanto la variación de los precios (CIF) fue de sólo 0,1%. En cuanto a la participación de los distintos tipos de bienes, destaca en primer lugar el crecimiento de las importaciones de bienes de consumo, que fue de 29,6%, seguido de las de bienes de capital, con 22,9%. Por su parte, las importaciones de combustibles y lubricantes se incrementaron en 19,1%, y las de productos intermedios no combustibles lo hicieron en 8%.

El resultado neto de las cuentas de servicios y transferencias fue negativo y alcanzó un nivel más deficitario en US$ 64 millones si se le compara con el del primer semestre de 1995. Sin embargo, se observa un cambio en su composición, con una mejoría de US$ 65 millones en el resultado neto de servicios no financieros, y un mayor egreso neto de US$ 152 millones en los servicios financieros. Esto último se produjo a pesar de la caída en los egresos netos por concepto de intereses derivados principalmente de los

Gráfico 11

IMPORTACIÓN DE BIENES FOB

(Valores trimestrales en millones de dólares)



prepagos de deuda externa efectuados desde el segundo semestre de 1995. En efecto, los prepagos realizados en el tercer y cuarto trimestre de 1995 por la Tesorería resultaron en menores intereses públicos totales para el primer semestre de 1996 por US$ 110 millones. Sin embargo, ello fue más que compensado por menores intereses percibidos por las reservas internacionales, y por el aumento en las remesas de utilidades de la inversión extranjera, las que experimentaron un incremento de 43,2% con respecto a igual período del año anterior. Este incremento se concentró en aquéllas correspondientes a inversiones ingresadas al amparo del DL. 600 (Cuadro 21).

En cuanto a los servicios no financieros, el cambio más significativo se dio en el rubro de viajes, y obedeció a una disminución de 21% en los gastos efectuados por chilenos en el exterior, frente a ingresos por turismo receptivo que se mantuvieron prácticamente constantes (Cuadro 20).

V.2 La cuenta de capitales.

Durante el primer semestre de 1996 la cuenta de capital, salvo reservas, registró un flujo positivo de US$ 959 millones, muy superior al de igual semestre del año anterior y sólo US$ 209 millones inferior al de la totalidad de ese año. Los mayores montos ingresaron por la vía de la inversión directa y de cartera, totalizando entre ambas cerca de US$ 2.000 millones. Los capitales de mediano y largo plazo distintos de inversión, así como aquéllos de corto plazo, fueron negativos, alcanzando valores de US$ -681 millones y US$ -346 millones, respectivamente. Es necesario señalar, sin embargo, que durante el primer semestre de

1996 se efectuaron significativos prepagos de deuda externa de mediano y largo plazo por parte de la Tesorería General de la República y del Banco Central (Cuadro 16).

Es importante indicar que, excluyendo los mencionados prepagos, durante el primer semestre de 1996 continuó la tendencia que se observó a partir del segundo semestre del año anterior en orden a acentuarse el ingreso de capitales que significan inversión más permanente en desmedro del financiamiento de corto plazo, así como también a innovar en las fuentes de este financiamiento.

La inversión extranjera neta registró en el primer semestre un nivel cercano a los US$ 2.000 millones, cifra que casi duplica el flujo registrado para el total del año 1995. Ello fue consecuencia de un crecimiento importante en la inversión de cartera a través de ADR y de la emisión de bonos, así como de un aumento en el nivel de la inversión directa.

Los ingresos netos provenientes de inversión directa del exterior fueron en el mismo período levemente inferiores a los registrados durante la totalidad del año 1995, y más que duplicaron los del segundo semestre de 1995. Cabe señalar que dentro de este tipo de financiamiento se ha observado un cambio gradual en su composición hacia los aportes de capital, en desmedro de los créditos. En cuanto al destino de esos recursos, 35% fue a los sectores de energía y telecomunicaciones, 30% al sector financiero, y porcentajes menores se dirigieron a la minería y a la industria.

En cuanto a la inversión de cartera, que aunque en 1995 fue casi nula, comenzó a repuntar durante el cuarto trimestre de ese año. Este proceso continuó durante el primer semestre de 1996, en que alcanzó un nivel cercano a los US$ 900 millones, comparable con la totalidad del año 1994. La inversión de cartera del exterior, que en 1995 estuvo deprimida por efecto de la crisis mexicana, registró un flujo cercano a los US$ 1.000 millones, de los cuales 55% correspondió a ingresos netos de ADR, en tanto que 38% fue producto de emisiones de bonos por parte del sector privado, financiamiento que se está tornando atractivo para las empresas nacionales y al que tienen acceso por la favorable clasificación de riesgo obtenida en el segundo semestre de 1995 en el mercado internacional.

Los flujos de inversión al exterior, tanto directa como de cartera, fueron estables durante el semestre, alcanzando un monto estimado en US$ 479 y US$ 66 millones, respectivamente.

Por su parte, los flujos de capitales de mediano plazo distintos de inversión, que se refieren principalmente a créditos externos, presentaron un flujo neto negativo de US$ 681 millones en el primer semestre de 1996, lo que se compara con un egreso neto de US$ 228 millones para la totalidad del año 1995. En ello influyeron decisivamente los prepagos voluntarios de deuda externa realizados por el Banco Central, la Tesorería General de la República, y el Banco del Estado, los que ascendieron a un total de US$ 1.718 millones.

Si se analizan los flujos de capitales de mediano y largo plazo, incluyendo los de inversión extranjera, de acuerdo con los sectores institucionales deudores, se puede establecer que el sector público presentó un flujo negativo de US$ 1.831 millones, el sector bancario uno positivo de sólo US$ 81 millones, en tanto que el sector privado no bancario tuvo un ingreso de US$ 3.055 millones, proveniente en 64% de inversión extranjera.

En cuanto a la evolución por trimestre, el comportamiento de la cuenta de capitales fue disímil. En efecto, el saldo global fue negativo por US$ 75 millones en el primer trimestre, en tanto que durante el

segundo los ingresos netos de capitales fueron positivos por US$ 1.034 millones. Lo anterior se debió a que los montos más significativos de prepagos de deuda externa del sector público se concentraron en el primer trimestre del año. En efecto, si se excluyeran de estas cifras los prepagos realizados por el sector público, la cuenta de capitales habría presentado un nivel de US$ 2.677 millones en el semestre, con un superávit de balanza de pagos de US$ 2.125 millones.

Los flujos de capitales de corto plazo, por su parte, fueron negativos en US$ 346 millones en el semestre, lo que obedeció a una caída de US$ 578 millones en el financiamiento proveniente de líneas bancarias, que se concentró principalmente en el primer trimestre y que revirtió parcialmente el mayor endeudamiento del segundo semestre de 1995.

Los flujos comerciales directos, que usualmente son negativos en el primer trimestre del año debido a la estacionalidad de las exportaciones distintas de cobre, fueron neutralizados por flujos positivos en ambos trimestres provenientes de una disminución de activos externos netos del sector privado, que constituyen otra fuente de financiamiento de balanza de pagos.

V.3 Reservas internacionales y deuda externa.

Al 30 de junio, las reservas internacionales alcanzaron un monto de US$ 14.854 millones, lo que significó un crecimiento de US$ 49 millones por sobre el nivel de diciembre de 1995. Ello fue resultado de un superávit en balanza de pagos de US$ 407 millones y de una revalorización de stocks negativa por efecto de cambio de paridades de las monedas y de precios de los instrumentos de reservas por US$ 358 millones. El stock de reservas incluye US$ 922 millones por concepto de encaje mantenido en el Banco Central por los créditos externos (Cuadro 22).

La deuda externa tuvo una disminución de US$ 948 millones en el semestre, producto de flujos netos negativos por US$ 888 millones y de un ajuste negativo de US$ 60 millones por efecto de la apreciación del dólar estadounidense con respecto a las demás monedas en que se mantiene la deuda externa. La deuda de mediano y largo plazo decreció en US$ 334 millones, como resultado de un endeudamiento positivo del sector privado por US$ 1.797 millones y de un desendeudamiento de US$ 2.131 millones por parte del sector público, lo que incluye el ajuste negativo de US$ 60 millones. La deuda de corto plazo, en tanto, decreció en US$ 614 millones, producto del fuerte desendeudamiento del sector privado bancario en líneas de corto plazo, el que compensó en parte el endeudamiento registrado en el segundo semestre de 1995. Respecto del origen de los recursos, continuó el acceso mayoritario a fuentes de financiamiento bancarias, las que en el semestre aportaron 80% del total ingresado de los créditos de mediano y largo plazo (Cuadro 23).

VI. EL PROGRAMA MONETARIO Y EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

VI.1 El programa monetario.

La política monetaria del Banco Central opera por medio de la colocación y captación de fondos a un día plazo, a una tasa de interés prefijada. Según las circunstancias, esta operación puede complementarse discrecionalmente a través de la oferta o demanda de fondos de plazo algo mayor, de modo de asegurar que las tasas interbancarias se mantengan dentro de los objetivos fijados por la autoridad. Adicionalmente, la liquidez de corto plazo se ve también influida por los cupos de oferta de PRBC que el Banco Central

programa mensualmente, tomando en cuenta las perspectivas de la liquidez en el mes correspondiente, que vienen determinadas en lo principal por los documentos del instituto emisor, cuyo vencimiento recaiga en el período. A través de este marco el Banco Central busca influir las tasas de interés de mercado y con ello las perspectivas de inflación y crecimiento.

VI.2 El balance del Banco Central.

El patrimonio contable del Banco Central ha experimentado un importante deterioro en los últimos años, debido al menor retorno real de sus activos, principalmente en moneda extranjera, en comparación con el costo real de sus pasivos, mayoritariamente en unidades de fomento (UF). Esta merma del patrimonio contable fue particularmente notoria en 1994, cuando el Banco Central ajustó hacia abajo el valor del tipo de cambio referencial. Las pérdidas contables han continuado en los años siguientes al reconocerse en la evolución del tipo de cambio referencial una apreciación adicional del peso chileno a razón de 2% real anual. Esta situación fue analizada en detalle en el informe que el Banco Central entregara al Senado en 1995. Más recientemente, el Banco Central ha iniciado un trabajo técnico con el Ministerio de Hacienda orientado a evaluar los efectos económicos del balance contable del Banco Central y proponer las soluciones que la proyección de las principales partidas contables requieren.

La evolución del balance contable también se ha visto condicionada por los flujos de caja a los que ha dado lugar el ajuste del mercado monetario. En lo fundamental, el Banco Central ha destinado fondos para financiar la adquisición de reservas internacionales, financiando esta operación con recursos provenientes del fisco (servicio de pagarés fiscales y depósitos), con el incremento no inflacionario de la base monetaria y con la colocación neta de pagarés. Como resultado de lo anterior, el monto de pagarés ha crecido, si bien ha permanecido relativamente estable como proporción del PIB, en valores del orden de 30%. Para 1997, se espera una evolución de similares características y un crecimiento real de los pagarés del Banco Central inferior al que registraría el PIB.

A nivel de grandes partidas, los flujos de caja que contempla el Programa Monetario para 1997 se pueden sintetizar en una expansión del circulante por $ 94 mil millones, la que tiene como contrapartida la inversión de $ 39 mil millones en reservas internacionales y el remanente de $ 55 mil millones en operaciones de crédito interno neto (Cuadro 24).

La expansión programada del circulante representa un crecimiento nominal de 10,7%, compatible con la meta de inflación de 5,5% y el aumento programado para el PIB.

La inversión en Reservas Internacionales considera un saldo proyectado de la Balanza de Pagos por US$ 800 millones para 1997, descontado el retorno en intereses de dichas reservas que se estima en US$ 710 millones. Habiéndose cancelado la deuda externa de mediano y largo plazo del Banco Central, no se proyectan flujos por ese concepto.

El flujo neto expansivo de $ 55 mil millones para las operaciones de crédito interno contempla flujos contractivos previsibles por $ 366 mil millones, principalmente por depósitos y servicio de deuda fiscal, lo cual permitiría destinar $ 421 mil millones al rescate de pagarés. De esta forma, el stock total de pagarés, considerando sus intereses y reajustes, pasaría de $ 8.968 mil millones a fines de 1996 a $ 9.604 mil millones a fines de 1997, lo que representa un crecimiento nominal de 7,1%, inferior al crecimiento nominal esperado para el PIB.

CUADROS ESTADÍSTICOS

Cuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA 1996 Y 1997

Especificación	1995	1996	1997
		(Variaciones porcentuales)	
1. Producto interno bruto	8,5	6,5 - 7,0	5,5 - 6,0
2. Indice de precios al consumidor	8,2	± 6,5	± 5,5
3. Volumen de las exportaciones de bienes	11,5	14,0	11,0
a) Cobre	13,7	19,0	14,0
b) No cobre	10,3	10,0	9,0
		(Porcentajes del PIB)	
4. Déficit en cuenta corriente a precios corrientes	-0,2	3,0	< 4,0
5. Déficit en cuenta corriente a precios de tendencia	2,9	3,4	2,4
6. Formación bruta de capital fijo a precios constantes	27,2	28,2	28,0
		(Millones de US$)	
7. Saldo de balanza comercial	1.384	-600	-950
		(Centavos de US$ por libra)	
8. Precio por libra de cobre fino	133,2	104,1	95,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 2

BALANZA DE PAGOS: CIFRAS ANUALES

(Millones de dólares)

Especificación	Efectiva	Proyectada	
	1995	**1996**	**1997**
I. CUENTA CORRIENTE	**160**	**-2.200**	**-2.850**
A. Balanza comercial	1.384	-600	-950
1. Exportaciones FOB	16.039	15.600	16.450
2. Importaciones FOB	-14.655	-16.200	-17.400
B. Servicios no financieros	-149	-100	-250
Créditos	3.155	3.350	3.650
Débitos	-3.304	-3.450	-3.900
C. Servicios financieros	-1.430	-1.950	-2.150
Intereses netos	-540	-600	-650
Utilidades	-890	-1.350	-1.500
D. Transferencias	355	450	500
II. CUENTA DE CAPITAL, SALVO RESERVAS	**1.168**	**4.500**	**3.650**
A. Capitales de mediano y largo plazo	802	3.700	3.100
1. Inversión extranjera (1)	1.030	3.450	1.700
a) Directa	1.008	2.150	1.300
Del exterior	1.695	3.100	2.400
Al exterior	-687	-950	-1.100
b) De cartera	22	1.300	400
Del exterior	35	1.500	800
Al exterior	-13	-200	-400
2. Desembolsos de créditos DL 600	1.321	950	1.000
3. Otros desembolsos	2.051	3.100	2.200
4. Amortizaciones	-3.435	-3.750	-1.800
5. Otros (2)	-165	-50	0
B. Capitales de corto plazo	366	800	550
1. Líneas de corto plazo	-362	-350	-100
2. Otros (3)	728	1.150	650
III. ERRORES Y OMISIONES	**-267**	**-200**	**0**
IV. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	**1.061**	**2.100**	**800**

(1) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, bonos, Capítulo XIX e inversiones al exterior.
(2) Incluye pago de reversión de retiming en 1995 y 1996, financiamiento por leasing y variación de activos externos y operaciones por rescate de deuda externa contabilizada a valor de flujo.
(3) Incluye contrapartida por operaciones de rescate de deuda externa.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 3

ÍNDICES DE PRECIOS

Fecha	AL CONSUMIDOR (Base: Abril 1989 = 100)			AL POR MAYOR (Base: Junio 1992 = 100)		
	Indice	**Variaciones**		**Indice**	**Variaciones**	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1991 Promedio	161,52	-	18,7 (*)	90,95	-	16,5 (*)
1992 Promedio	186,44	-	12,7 (*)	101,61	-	8,9 (*)
1993 Promedio	210,17	-	12,2 (*)	110,32	-	6,7 (*)
1994 Promedio	234,22	-	8,9 (*)	118,82	-	7,8 (*)
1995 Promedio	253,50	-	8,2 (*)	127,81	-	8,2 (*)
1995						
Enero	244,02	0,6	8,5	123,53	0,4	8,2
Febrero	245,25	0,5	8,7	124,31	0,6	8,6
Marzo	246,75	0,6	8,2	126,47	1,7	9,2
Abril	248,25	0,6	8,3	126,82	0,3	9,4
Mayo	249,77	0,6	7,4	125,80	-0,8	7,5
Junio	251,61	0,7	7,6	125,04	-0,6	5,7
Julio	253,71	0,8	7,9	126,08	0,8	6,0
Agosto	257,88	1,6	8,5	127,46	1,1	5,5
Septiembre	259,41	0,6	8,6	129,73	1,8	6,6
Octubre	261,42	0,8	8,8	132,08	1,8	8,2
Noviembre	261,61	0,1	8,2	133,25	0,9	7,9
Diciembre	262,36	0,3	8,2	133,18	-0,1	8,2
1996						
Enero	263,08	0,3	7,8	133,31	0,1	7,9
Febrero	264,44	0,5	7,8	132,63	-0,5	6,7
Marzo	266,36	0,7	7,9	134,20	1,2	6,1
Abril	269,06	1,0	8,4	135,95	1,3	7,2
Mayo	271,24	0,8	8,6	135,75	-0,1	7,9
Junio	272,38	0,4	8,3	136,10	0,3	8,8
Julio	273,17	0,3	7,7	135,47	-0,5	7,4

(*) Variación diciembre a diciembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 4

TASAS DE INTERÉS DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL

(Tasa promedio de corte anual sobre UF)

Fecha	PRBC	PRC				
	90 días	8 años	10 años	12 años	14 años	20 años
1995						
Enero	6,1	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9
Febrero	6,1	6,1	6,2	6,1	6,1	6,0
Marzo	6,1	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Abril	6,1	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Mayo	6,0	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Junio	5,9	6,0	6,0	6,0	6,0	5,9
Julio	5,7	5,7	5,7	5,7	5,7	5,6
Agosto	5,7	5,9	6,0	5,9	5,9	5,8
Septiembre	5,9	6,1	6,1	6,1	6,1	6,0
Octubre	6,3	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3
Noviembre	6,8	6,7	6,7	6,7	6,7	6,5
Diciembre	6,9	6,9	6,9	6,8	6,8	6,6
Promedio	**6,1**	**6,2**	**6,2**	**6,2**	**6,2**	**6,1**
1996						
Enero	6,9	6,5	6,5	6,5	6,5	6,4
Febrero	6,8	6,4	6,4	6,4	6,4	6,3
Marzo	6,7	6,5	6,5	6,5	6,5	6,3
Abril	7,2	6,6	6,6	6,6	6,6	6,4
Mayo	7,5	6,5	6,5	6,4	6,4	6,3
Junio	7,5	6,4	6,4	6,4	6,4	6,2
Julio	7,5	6,3	6,2	6,2	6,2	6,0
Promedio (*)	**7,1**	**6,5**	**6,5**	**6,4**	**6,4**	**6,3**

(*) Promedio de los primeros siete meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 5

TASAS DE INTERÉS REAJUSTABLES DEL SISTEMA FINANCIERO DE 90 A 365 DIAS

(Promedios mensuales)

Fecha	Captación	Colocación	Spread
1990 Promedio	9,4	13,3	3,8
1991 Promedio	5,4	8,5	3,1
1992 Promedio	5,3	8,1	2,9
1993 Promedio	6,4	9,2	2,8
1994 Promedio	6,4	9,3	2,9
1995 Promedio	5,9	8,5	2,7
1996 Promedio (*)	6,9	9,4	2,4
1995			
Enero	5,9	8,8	2,9
Febrero	5,9	8,7	2,8
Marzo	5,9	8,7	2,8
Abril	5,9	8,7	2,8
Mayo	5,9	8,6	2,7
Junio	5,5	8,3	2,8
Julio	5,4	8,2	2,8
Agosto	5,4	8,0	2,6
Septiembre	5,3	8,0	2,7
Octubre	5,7	8,4	2,7
Noviembre	6,5	8,9	2,5
Diciembre	6,9	9,2	2,3
1996			
Enero	6,8	9,2	2,4
Febrero	6,6	9,1	2,5
Marzo	6,6	9,0	2,4
Abril	6,9	9,4	2,5
Mayo	7,2	9,6	2,4
Junio	7,2	9,6	2,5
Julio	7,1	9,5	2,4

(*) Promedio a julio.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 6

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

(Variaciones nominales porcentuales)

Fecha	Mes				Año (1)				12 Meses			
	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7
1995												
Enero	2,0	-1,2	3,4	1,8	2,0	-1,2	3,4	1,8	16,7	14,1	19,9	19,5
Febrero	2,7	3,4	0,4	1,6	4,7	2,2	3,8	3,5	17,0	14,9	22,5	19,6
Marzo	-2,5	-1,0	-0,1	1,7	2,1	1,1	3,6	5,3	16,6	14,1	22,1	20,5
Abril	3,6	-0,4	-0,3	1,1	5,8	0,7	3,3	6,4	20,2	16,5	24,2	21,6
Mayo	0,0	-1,0	1,9	1,8	5,8	-0,4	5,2	8,3	19,5	15,7	26,2	23,0
Junio	-2,4	2,1	1,0	1,8	3,2	1,8	6,3	10,2	20,6	18,8	26,8	23,4
Julio	1,7	-2,4	-3,4	1,1	5,0	-0,7	2,7	11,4	19,9	17,1	23,5	22,1
Agosto	-0,4	-1,9	-1,4	1,4	4,6	-2,6	1,3	12,9	20,9	17,4	21,6	21,9
Septiembre	3,0	7,3	4,2	2,1	7,7	4,5	5,5	15,3	20,6	19,2	24,5	22,8
Octubre	4,0	-2,3	-0,5	0,9	12,1	2,1	5,1	16,4	26,7	18,9	21,2	21,5
Noviembre	-2,0	1,1	1,5	3,2	9,8	3,3	6,7	20,1	19,4	18,6	18,9	22,7
Diciembre	10,2	12,8	11,9	1,6	21,0	16,5	19,4	22,1	21,0	16,5	19,4	22,1
1996												
Enero	2,7	-1,6	3,9	2,0	2,7	-1,6	3,9	2,0	21,8	16,0	20,0	22,3
Febrero	0,7	2,8	-1,9	1,4	3,4	1,1	2,0	3,4	19,4	15,3	17,3	22,0
Marzo (2)	-2,9	-1,0	-0,7	1,2	0,4	0,1	1,2	4,6	19,0	15,3	16,6	21,3
Abril (2)	2,4	-0,7	0,6	1,5	2,8	-0,5	1,8	6,2	17,5	15,0	17,7	21,8
Mayo (2)	1,0	0,3	-1,0	0,7	3,8	-0,2	0,8	7,0	18,7	16,6	14,3	20,6
Junio (2)	-0,9	0,6	1,9	3,3	2,9	0,3	2,7	10,5	20,6	14,8	15,3	22,5
Julio (2)	1,4	-2,2	-3,4	2,2	4,4	-1,9	-0,8	13,0	20,3	15,0	15,3	23,8

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 7

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

(Miles de millones de pesos)

Especificación	1995	1996							
	Ene.-Jul.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ene.-Jul.
I. FISCO (2)	**-1**	**-1**	**-7**	**-21**	**-7**	**-3**	**41**	**-15**	**-14**
II. SECTOR FINANCIERO Y RESTO SECTOR PÚBLICO	**43**	**-94**	**62**	**-9**	**32**	**57**	**-44**	**-45**	**-41**
1. Compras netas de moneda extranjera	156	-59	17	18	28	168	43	56	272
2. Crédito en moneda nacional	-113	-36	45	-27	4	-111	-87	-101	-313
III. EMISIÓN	**41**	**-96**	**55**	**-30**	**25**	**55**	**-3**	**-60**	**-55**
- Circulante	-9	-75	6	40	-31	38	-4	-72	-98
- Encaje	51	-21	48	-70	57	17	1	12	44

(1) Calculadas como diferencias de saldos mènsuales.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 8

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

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

Fecha	MONEDA NACIONAL (1) (Miles de millones de $)															MONEDA EXTRANJERA (2) (Millones de US$)					TOTAL (3) (Miles de millones de $)		
	Efectivas (4)	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Hipote-carias	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Efectivas	% Var. US$ mes	% Var. $ mes	% Var. $ 12 ms	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. 12 ms	% Var. real 12 ms
1995																							
Enero	7.225	0,4	14,7	-0,1	5,5	2.071	3,2	43,6	2,6	32,1	9.296	1,0	20,1	0,5	10,4	3.840	-4,4	-7,3	-10,0	-17,2	10.848	14,6	5,4
Febrero	7.280	0,8	14,3	0,4	5,2	2.137	3,2	45,4	2,8	33,7	9.417	1,3	20,2	0,9	10,5	3.736	-2,7	-1,3	-10,8	-17,9	10.948	14,6	5,4
Marzo	7.359	1,1	14,1	0,5	5,1	2.194	2,7	45,8	2,1	34,4	9.553	1,5	20,1	0,9	10,6	3.726	-0,3	-0,1	-8,6	-15,8	11.084	15,1	6,1
Abril	7.499	1,9	14,4	1,4	5,5	2.247	2,4	45,8	1,9	34,4	9.746	2,0	20,4	1,5	11,0	3.673	-1,4	-2,7	-7,4	-14,6	11.234	15,8	6,7
Mayo	7.650	2,0	14,2	1,4	5,6	2.288	1,8	44,5	1,2	33,7	9.938	2,0	20,0	1,3	11,0	3.728	1,5	-2,8	-8,8	-15,7	11.385	15,3	6,7
Junio	7.631	-0,2	14,1	-0,8	5,7	2.367	3,5	45,4	2,8	34,6	9.998	0,6	20,3	0,0	11,4	3.855	3,4	0,2	-6,5	-13,4	11.449	16,0	7,5
Julio	7.702	0,9	13,8	0,3	5,9	2.418	2,2	43,8	1,5	33,8	10.120	1,2	19,7	0,6	11,5	3.974	3,1	2,6	-3,9	-10,6	11.608	16,1	8,0
Agosto	7.831	1,7	14,2	1,0	6,2	2.480	2,5	42,2	1,8	32,2	10.311	1,9	19,9	1,2	11,4	4.151	4,4	7,1	-0,3	-7,3	11.905	16,7	8,5
Septiembre	8.094	3,4	17,3	2,3	8,7	2.555	3,0	41,0	2,0	30,7	10.649	3,3	22,2	2,3	13,3	4.255	2,5	5,6	3,9	-3,7	12.332	19,3	10,6
Octubre	8.301	2,6	18,5	1,2	9,5	2.634	3,1	40,0	1,8	29,3	10.935	2,7	23,1	1,4	13,7	4.425	4,0	4,3	8,2	-0,1	12.691	20,8	11,5
Noviembre	8.485	2,2	19,9	1,5	10,6	2.717	3,2	40,0	2,5	29,1	11.203	2,4	24,3	1,7	14,6	4.489	1,4	6,4	14,4	5,5	13.070	22,7	13,2
Diciembre	8.818	3,9	22,5	3,3	13,0	2.798	3,0	39,4	2,4	28,5	11.617	3,7	26,2	3,1	16,4	4.462	-0,6	-1,0	10,5	1,9	13.465	23,8	14,1
1996																							
Enero	9.024	2,3	24,9	2,2	15,5	2.840	1,5	37,1	1,3	26,8	11.864	2,1	27,6	1,9	18,1	4.408	-1,2	-2,9	15,7	7,0	13.659	25,9	16,5
Febrero	9.123	1,1	25,3	0,8	16,0	2.896	2,0	35,6	1,7	25,5	12.019	1,3	27,6	1,0	18,2	4.441	0,7	2,1	19,7	10,8	13.852	26,5	17,2
Marzo	9.249	1,4	25,7	1,0	16,6	2.953	2,0	34,6	1,6	24,9	12.202	1,5	27,7	1,2	18,5	4.443	0,0	0,0	19,8	11,2	14.035	26,6	17,5
Abril	9.360	1,2	24,8	0,7	15,8	3.035	2,8	35,1	2,2	25,3	12.395	1,6	27,2	1,0	18,0	4.330	-2,5	-2,7	19,8	11,1	14.178	26,2	17,1
Mayo (5)	9.526	1,8	24,5	1,0	15,3	3.094	1,9	35,2	1,2	25,2	12.620	1,8	27,0	1,0	17,6	4.335	0,1	-1,1	21,9	12,9	14.383	26,3	17,0
Junio (5)	9.634	1,1	26,3	0,2	16,5	3.167	2,3	33,8	1,4	23,5	12.801	1,4	28,0	0,5	18,2	4.331	-0,1	0,1	21,7	12,3	14.567	27,2	17,4
Julio (5)	9.767	1,4	26,8	0,7	17,0	3.230	2,0	33,6	1,3	23,2	12.998	1,5	28,4	0,8	18,5	4.289	-1,0	-0,5	18,1	8,9	14.755	27,1	17,3

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

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

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

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

(5) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 9

TIPO DE CAMBIO OBSERVADO REAL

(Base: Promedio 1986 = 100)

Fecha	INDICE TOTAL (1)			INDICE SIN AMERICA LATINA (2)		
	Indice	**Variación porcentual**		**Indice**	**Variación porcentual**	
		Mes	Año (3)		Mes	Año (3)
1991 Promedio	106,4	-	-5,6 (4)	95,4	-	-3,8 (4)
1992 Promedio	97,6	-	-8,2 (4)	88,4	-	-7,4 (4)
1993 Promedio	96,9	-	-0,8 (4)	86,8	-	-1,7 (4)
1994 Promedio	94,2	-	-2,7 (4)	83,0	-	-4,4 (4)
1995 Promedio (5)	89,1	-	-5,5 (4)	77,7	-	-6,4 (4)
1995 (5)						
Enero	92,0	1,5	1,5	79,5	1,5	1,5
Febrero	93,7	1,9	3,4	81,1	2,0	3,6
Marzo	94,4	0,7	4,1	82,5	1,7	5,3
Abril	92,2	-2,3	1,7	80,8	-2,0	3,2
Mayo	87,4	-5,1	-3,6	76,6	-5,2	-2,1
Junio	86,3	-1,3	-4,8	75,8	-1,2	-3,3
Julio	86,5	0,3	-4,6	75,8	0,1	-3,1
Agosto	85,7	-0,9	-5,5	74,7	-1,5	-4,6
Septiembre	85,7	0,0	-5,5	74,7	0,0	-4,6
Octubre	87,9	2,5	-3,1	76,7	2,7	-2,0
Noviembre	89,1	1,3	-1,8	77,7	1,3	-0,8
Diciembre	87,9	-1,3	-3,0	76,7	-1,2	-2,0
1996 (5)						
Enero	87,2	-0,8	-0,8	75,9	-1,1	-1,1
Febrero	87,3	0,1	-0,7	76,1	0,2	-0,9
Marzo	86,9	-0,5	-1,2	75,6	-0,6	-1,4
Abril	85,4	-1,7	-2,9	74,2	-1,8	-3,3
Mayo	84,5	-1,1	-4,0	73,4	-1,2	-4,4
Junio	85,0	0,6	-3,4	73,9	0,7	-3,7

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

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

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

(4) Variación media anual.

(5) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro 10

PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL

(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior) (1) (2)

Período	TRIMESTRE				AÑO
	I	II	III	IV	
1989	9,0	13,4	9,7	7,6	9,9
1990	8,6	2,8	0,0	1,5	3,3
1991	2,2	6,0	8,9	12,3	7,3
1992	11,3	9,4	14,0	9,7	11,0
1993	7,7	7,8	5,9	3,7	6,3
1994	3,8	4,7	4,0	4,6	4,2
1995	7,3	8,4	8,9	9,6	8,5
1996 (3)	8,9	6,6			

(1) Sobre la base de cifras a precios constantes del año 1986.
(2) Cifras provisionales.
(3) Estimación preliminar.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 11

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

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

Sector	1995					1996 (3)		
	1er trim.	2do trim.	3er trim.	4to trim.	Año	1er trim.	2do trim.	1er sem.
Agropecuario y silvícola	8,8	7,5	3,6	-5,6	4,8	1,4	-2,3	-0,1
Pesca	13,6	18,3	3,1	4,4	10,1	8,4	-6,3	1,6
Minería	1,2	12,7	5,3	9,5	7,2	15,5	6,7	10,8
Industria manufacturera	6,0	6,9	5,5	7,6	6,5	5,2	0,2	2,6
Electricidad, gas y agua	6,5	6,0	9,3	5,6	6,9	7,8	7,0	7,4
Construcción	3,0	5,2	9,8	11,1	7,4	13,9	10,9	12,4
Comercio, hoteles y restaurantes	7,7	9,5	11,9	13,3	10,6	13,3	12,9	13,1
Transporte y comunicaciones	12,7	11,8	12,1	12,6	12,3	9,8	9,8	9,8
Servicios financieros	6,6	8,1	7,7	8,5	7,7	8,0	6,4	7,2
Propiedad de vivienda	2,8	2,9	3,0	3,2	3,0	2,8	2,8	2,8
Servicios personales (4)	2,7	3,0	2,9	2,9	2,9	3,6	3,1	3,3
Administración pública	1,3	1,6	1,5	1,4	1,4	1,4	1,2	1,3
Subtotal	**6,4**	**7,8**	**7,3**	**7,9**	**7,4**	**8,1**	**5,6**	**6,9**
Menos: Imputaciones bancarias	6,4	8,0	7,4	8,4	7,6	8,2	5,4	6,8
Más: IVA neto recaudado	6,5	7,5	10,4	10,7	8,8	10,1	8,3	9,2
Más: Derechos de importación	21,3	18,4	25,5	33,0	24,7	17,2	16,5	16,8
Total PIB	**7,3**	**8,4**	**8,9**	**9,6**	**8,5**	**8,9**	**6,6**	**7,7**

(1) Cifras preliminares, sobre magnitudes a precios constantes del año 1986.
(2) Cifras provisionales.
(3) Estimación preliminar.
(4) Incluye educación y salud pública y privada.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 12

GASTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO

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

Especificación	1995			1996
	I SEMESTRE	II SEMESTRE	AÑO	I SEMESTRE (3)
Gasto en consumo final de hogares e instituciones privadas sin fines de lucro	10,7	12,8	11,7	10,4
Gasto en consumo final de gobierno	2,4	2,3	2,3	2,6
Formación bruta de capital fijo	3,8	20,0	12,1	17,3
Exportación de bienes y servicios	11,1	11,8	11,4	11,8
Importación de bienes y servicios	18,2	25,9	22,2	15,3
Gasto del PIB	**7,8**	**9,3**	**8,5**	**7,7**

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

(2) Estimación provisional.

(3) Estimación preliminar.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 13

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

Fecha	PAÍS				REGIÓN METROPOLITANA DE SANTIAGO			
	Fuerza de Trabajo	Ocupados	Desocupados	Tasa de Desocupación	Fuerza de Trabajo	Ocupados	Desocupados	Tasa de Desocupación
1991 Promedio	4.731,3	4.423,7	307,6	6,5	1.927,0	1.784,3	142,7	7,4
1992 Promedio	4.843,9	4.606,4	237,5	4,9	1.992,2	1.893,4	98,8	5,0
1993 Promedio	5.095,0	4.860,1	234,9	4,6	2.145,2	2.059,6	85,5	4,0
1994 Promedio	5.212,5	4.904,4	308,1	5,9	2.219,7	2.081,5	138,2	6,2
1995 Promedio	5.243,5	4.956,6	286,9	5,5	2.243,7	2.121,8	121,9	5,4
1995								
Enero	5.314,0	5.012,4	301,6	5,7	2.270,4	2.135,8	134,6	5,9
Febrero	5.324,9	5.037,2	287,7	5,4	2.277,6	2.151,0	126,6	5,6
Marzo	5.295,1	5.007,2	287,8	5,4	2.254,8	2.127,9	126,8	5,6
Abril	5.268,6	4.991,8	276,8	5,3	2.237,4	2.112,6	124,8	5,6
Mayo	5.218,4	4.925,3	293,2	5,6	2.222,4	2.095,0	127,5	5,7
Junio	5.190,7	4.891,1	299,5	5,8	2.222,8	2.096,7	126,1	5,7
Julio	5.181,7	4.875,1	306,6	5,9	2.236,0	2.109,3	126,7	5,7
Agosto	5.187,1	4.882,8	304,3	5,9	2.236,1	2.109,4	126,8	5,7
Septiembre	5.211,8	4.913,8	298,0	5,7	2.248,8	2.122,4	126,4	5,6
Octubre	5.204,3	4.923,8	280,5	5,4	2.234,4	2.118,6	115,8	5,2
Noviembre	5.252,0	4.992,8	259,2	4,9	2.244,0	2.139,1	104,9	4,7
Diciembre	5.273,9	5.025,8	248,1	4,7	2.239,5	2.143,7	95,7	4,3

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

Fecha	PAÍS				REGIÓN METROPOLITANA DE SANTIAGO			
	Fuerza de Trabajo	Ocupados	Desocupados	Tasa de Desocupación	Fuerza de Trabajo	Ocupados	Desocupados	Tasa de Desocupación
1996								
Marzo	5.564,2	5.198,4	365,9	6,6	2.338,9	2.192,3	146,6	6,3
Abril	5.497,7	5.163,2	334,5	6,1	2.316,4	2.170,5	145,9	6,3
Mayo	5.503,2	5.158,6	344,5	6,3	2.336,9	2.177,5	159,4	6,8
Junio	5.503,6	5.141,5	362,1	6,6	2.354,1	2.177,9	176,2	7,5

(1) Considera a la población de 15 años y más.
(2) Corresponde a los resultados de la Nueva Encuesta Nacional del Empleo, basada en el Censo de Población y Vivienda de 1992.
Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas (INE).

Cuadro 13A

EMPLEO Y DESOCUPACIÓN EN EL GRAN SANTIAGO

(Miles de personas)

Fecha	FUERZA DE TRABAJO	OCUPADOS	DESOCUPADOS	TASA DE DESOCUPACIÓN
1991 Promedio	1.950,0	1.805,1	144,9	7,4
1992 Promedio	2.029,3	1.908,2	121,2	6,0
1993 Promedio	2.105,0	1.972,6	132,4	6,3
1994 Promedio	2.195,2	2.046,4	148,8	6,8
1995 Promedio	2.248,7	2.099,7	149,0	6,6
1994				
Marzo	2.166,7	2.003,6	163,1	7,5
Junio	2.183,5	2.046,6	137,0	6,3
Septiembre	2.184,4	2.043,8	140,6	6,4
Diciembre	2.246,2	2.091,6	154,6	6,9
1995				
Marzo	2.195,5	2.025,6	169,9	7,7
Junio	2.188,0	2.053,9	134,1	6,1
Septiembre	2.274,4	2.121,8	152,6	6,7
Diciembre	2.336,7	2.197,5	139,3	6,0
1996				
Marzo	2.288,3	2.147,9	140,4	6,1
Junio	2.287,7	2.121,8	165,9	7,2

Fuente: Departamento de Economía, Universidad de Chile.

Cuadro 14 A

ÍNDICE DE REMUNERACIONES POR HORA

(Base: Abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (*)		
	Índice	Variación porcentual		Índice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1995						
Enero	130,03	0,7	12,5	108,37	0,1	3,6
Febrero	131,00	0,7	12,6	108,64	0,2	3,5
Marzo	132,41	1,1	12,7	109,14	0,5	4,2
Abril	133,77	1,0	12,9	109,59	0,4	4,3
Mayo	134,15	0,3	13,4	109,23	-0,3	5,6
Junio	135,95	1,3	13,0	109,89	0,6	5,0
Julio	136,36	0,3	12,6	109,31	-0,5	4,4
Agosto	136,98	0,5	12,5	108,03	-1,2	3,7
Septiembre	138,92	1,4	12,2	108,91	0,8	3,3
Octubre	139,28	0,3	12,2	108,36	-0,5	3,2
Noviembre	140,60	0,9	12,6	109,30	0,9	4,1
Diciembre	145,60	3,6	12,8	112,84	3,2	4,2
1996						
Enero	146,07	0,3	12,3	112,92	0,1	4,2
Febrero	150,27	2,9	14,7	115,57	2,3	6,4
Marzo	151,99	1,1	14,8	116,05	0,4	6,3
Abril	153,28	0,8	14,6	115,86	-0,2	5,7
Mayo	154,34	0,7	15,1	115,73	-0,1	6,0
Junio	156,17	1,2	14,9	116,61	0,8	6,1

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

Cuadro 14 B

ÍNDICE DE COSTO DE LA MANO DE OBRA

(Base: Abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (*)		
	Índice	Variación porcentual		Índice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1995						
Enero	125,93	-0,7	12,3	110,13	-1,1	3,8
Febrero	126,60	0,5	12,4	110,02	-0,1	3,5
Marzo	128,05	1,1	12,4	109,38	-0,6	2,9
Abril	129,78	1,4	12,3	110,55	1,1	2,7
Mayo	130,27	0,4	12,6	111,87	1,2	4,7
Junio	131,52	1,0	12,1	113,63	1,6	6,0
Julio	132,16	0,5	12,1	113,24	-0,3	5,8
Agosto	132,11	0,0	11,4	111,97	-1,1	5,6
Septiembre	134,04	1,5	10,5	111,62	-0,3	3,7
Octubre	134,97	0,7	11,5	110,39	-1,1	3,1
Noviembre	136,07	0,8	11,5	110,32	-0.1	3,3
Diciembre	141,14	3,7	11,3	114,49	3,8	2,8
1996						
Enero	140,49	-0,5	11,6	113,85	-0,6	3,4
Febrero	143,71	2,3	13,5	117,05	2,8	6,4
Marzo	144,50	0,5	12,8	116,32	-0,6	6,3
Abril	146,52	1,4	12,9	116,43	0,1	5,3
Mayo	147,58	0,7	13,3	117,44	0,9	5,0
Junio	149,58	1,4	13,7	118,73	1,1	4,5

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

Cuadro 15

REAJUSTE INICIAL REAL CONVENIDO EN NEGOCIACIONES COLECTIVAS
(Porcentajes)

Período	SINDICATOS	GRUPOS	TOTAL
1994			
Enero-marzo	1,9	1,1	1,8
Abril-junio	1,7	0,6	1,5
Julio-septiembre	1,6	1,8	1,7
Octubre-diciembre	1,9	1,4	1,9
1995			
Enero-marzo	2,1	2,0	2,1
Abril-junio	2,3	2,1	2,2
Julio-septiembre	1,3	0,6	1,1
Octubre-diciembre	1,7	0,5	1,6
1996			
Enero-marzo	1,4	0,8	1,2
Abril-junio	1,8	1,0	1,6

Fuente: Dirección del Trabajo.

Cuadro 16

BALANZA DE PAGOS

(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993	1994	1995	PRIMER SEMESTRE 1995	PRIMER SEMESTRE 1996
I. **CUENTA CORRIENTE**	**-699**	**-2.077**	**-639**	**160**	**775**	**-353**
A. Balanza comercial	771	-982	725	1.384	1.461	397
1. Exportaciones FOB	10.008	9.199	11.604	16.039	8.089	8.119
2. Importaciones FOB	-9.237	-10.181	-10.879	-14.655	-6.628	-7.722
B. Servicios no financieros	-41	3	22	-149	-104	-39
Créditos	2.433	2.599	2.847	3.155	1.586	1.689
Débitos	-2.474	-2.596	-2.825	-3.304	-1.690	-1.728
C. Servicios financieros	-1.860	-1.468	-1.744	-1.430	-740	-892
Intereses netos	-968	-720	-688	-540	-357	-349
Utilidades netas	-892	-748	-1.056	-890	-383	-543
D. Transferencias	431	370	358	355	158	181
II. **CUENTA DE CAPITAL, SALVO RESERVAS**	**2.883**	**2.725**	**4.574**	**1.168**	**358**	**959**
A. Capitales de mediano y largo plazo	942	1.626	3.082	802	840	1.305
1. Inversión extranjera (1)	772	1.104	1.754	1.030	597	1.986
a) Directa	320	374	846	1.008	748	1.091
Del exterior	699	808	1.772	1.695	968	1.570
Al exterior	-379	-434	-926	-687	-220	-479
b) De cartera	452	730	908	22	-151	895
Del exterior (2)	452	820	1.259	35	-189	961
Al exterior	0	-90	-351	-13	38	-66
2. Desembolsos de créditos DL 600	299	845	1.001	1.321	697	298
3. Otros desembolsos	1.285	1.133	1.845	2.051	697	1.998
4. Amortizaciones	-1.115	-1.144	-1.418	-3.435	-1.124	-2.970
5. Otros (3)	-299	-312	-100	-165	-27	-7
B. Capitales de corto plazo	1.941	1.099	1.492	366	-482	-346
1. Líneas de corto plazo	1.879	154	623	-362	-1.110	-578
2. Otros (4)	62	945	869	728	628	232
III. **ERRORES Y OMISIONES**	**314**	**-70**	**-741**	**-267**	**-248**	**-199**
IV. **SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS**	**2.498**	**578**	**3.194**	**1.061**	**885**	**407**

(1) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, bonos, Capítulo XIX e inversiones al exterior.
(2) En 1992 incluye ingresos por bonos emitidos por la República de Chile. En 1993 incluye ingresos por bonos emitidos por el sector privado no financiero y egresos por rescate de bonos emitidos por la República en 1991. En 1995 y 1996 incluye ingresos por bonos emitidos por el sector privado no financiero.
(3) Incluye pago de reversión de retiming, financiamiento por leasing, variación de activos externos y operaciones de rescate de deuda externa contabilizadas a valor de flujo.
(4) Incluye contrapartida por operaciones de rescate de deuda externa.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 17

BALANZA COMERCIAL
(Enero-julio 1996)

Especificación	Millones de dólares				Variaciones porcentuales (1)			
	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero a julio	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero a julio
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL	**135**	**262**	**397**	**255**				
Exportaciones totales (FOB)	**3.934**	**4.185**	**8.119**	**9.479**	**-4,3**	**5,2**	**0,4**	**0,2**
Cobre	1.516	1.636	3.151	3.731	2,0	15,8	8,7	8,0
Otras principales (2)	1.250	1.168	2.418	2.691	-14,6	-9,6	-12,3	-15,3
Resto	1.168	1.382	2.549	3.057	0,5	8,6	4,8	7,9
Importaciones totales (FOB) (3)	**3.799**	**3.923**	**7.722**	**9.225**	**19,3**	**13,9**	**16,5**	**15,4**
Importaciones totales (CIF) (3)	**4.117**	**4.243**	**8.360**	**9.983**	**19,3**	**13,3**	**16,2**	**15,1**
Bienes de consumo	737	733	1.470	1.749	35,7	23,9	29,6	27,3
Bienes intermedios	2.307	2.402	4.709	5.622	15,0	5,4	9,9	9,8
Combustibles	389	470	860	1.022	27,5	13,0	19,1	21,3
Resto	1.918	1.932	3.849	4.600	12,7	3,6	8,0	7,6
Bienes de capital	1.072	1.109	2.181	2.612	19,1	26,8	22,9	19,8

(1) Respecto al mismo período de 1995.
(2) Incluye hierro, salitre y yodo, plata, mineral de oro, fruta, harina de pescado, madera aserrada, rollizos y madera cepillada, celulosa, metanol, carbonato de litio, óxido y ferromolibdeno, oro metálico y metal doré.
(3) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 18

EXPORTACIÓN DE BIENES
(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993	1994	1995	A junio		A julio		Variación porcentual (1)				
					1995	1996 (2)	1995	1996 (2)	1993	1994	1995	a junio 96/95 (2)	a julio 96/95 (2)
Total	**10.007,5**	**9.198,7**	**11.604,1**	**16.038,6**	**8.088,8**	**8.119,0**	**9.464,0**	**9.479,3**	**-8,1**	**26,1**	**38,2**	**0,4**	**0,2**
Cobre	3.886,0	3.247,8	4.242,0	6.487,1	2.898,8	3.151,4	3.455,2	3.731,3	-16,4	30,6	52,9	8,7	8,0
Otros productos principales	3.108,0	2.736,9	3.515,0	4.874,1	2.756,5	2.418,2	3.176,7	2.691,3	-11,9	28,4	38,7	-12,3	-15,3
Hierro	135,3	112,2	124,4	123,9	53,9	78,6	65,4	94,3	-17,1	10,9	-0,4	45,8	44,2
Salitre y yodo	124,1	107,0	99,3	133,1	72,1	85,3	86,7	102,7	-13,8	-7,2	34,0	18,3	18,5
Plata metálica	88,8	81,1	114,7	132,4	58,5	72,5	74,7	86,6	-8,7	41,4	15,4	23,9	15,9
Minerales de oro	75,2	38,1	59,3	59,6	29,8	27,8	35,4	35,7	-49,3	55,6	0,5	-6,7	0,8
Fruta fresca	967,8	845,0	923,4	1.027,4	893,6	821,7	924,5	843,6	-12,7	9,3	11,3	-8,0	-8,8
Harina de pescado	538,4	363,7	449,2	627,7	263,9	339,5	341,6	384,3	-32,4	23,5	39,7	28,6	12,5
Madera aserrada	130,9	170,5	174,0	248,8	111,5	118,7	131,0	136,6	30,3	2,1	43,0	6,5	4,3
Rollizos y madera cepillada	79,7	152,5	152,8	195,4	97,5	94,2	109,5	110,9	91,3	0,2	27,9	-3,4	1,3
Celulosa cruda	108,9	80,7	131,7	198,6	107,2	50,9	133,3	58,7	-25,9	63,2	50,8	-52,5	-56,0
Celulosa blanqueada	418,4	362,9	584,2	1.117,3	518,8	323,0	654,1	366,0	-13,3	61,0	91,3	-37,7	-44,0
Metanol	60,6	62,5	190,4	160,8	107,5	46,8	115,9	54,0	3,1	204,6	-15,5	-56,5	-53,4
Carbonato de litio	30,9	31,7	32,4	38,6	19,2	20,7	22,7	24,7	2,6	2,2	19,1	7,8	8,8
Óxido y ferromolibdeno	98,6	102,0	175,9	441,6	265,0	118,3	291,6	138,2	3,4	72,5	151,1	-55,4	-52,6
Oro metal, doré y aleado	250,4	227,0	303,3	368,9	158,0	220,2	190,3	255,0	-9,3	33,6	21,6	39,4	34,0
Resto	3.013,5	3.214,0	3.847,1	4.677,4	2.433,5	2.549,4	2.832,1	3.056,7	6,7	19,7	21,6	4,8	7,9
				Participación relativa (%)									
Cobre	38,8	35,3	36,6	40,4	35,8	38,8	36,5	39,4					
Otros productos principales	31,1	29,8	30,3	30,4	34,1	29,8	33,6	28,4					
Resto	30,1	34,9	33,2	29,2	30,1	31,4	29,9	32,2					
Total	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**					

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 19

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES

(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993	1994	1995	A junio		A julio		Variación porcentual				
					1995	1996 (3)	1995	1996 (3)	1993	1994	1995	a junio 96/95 (3)	a julio 96/95 (3)
Total (1)	**3.013,5**	**3.214,0**	**3.847,1**	**4.677,4**	**2.433,5**	**2.549,4**	**2.832,1**	**3.056,7**	**6,7**	**19,7**	**21,6**	**4,8**	**7,9**
Pescados frescos enfriados y congelados	534,9	527,0	617,0	772,3	474,7	440,6	524,4	496,4	-1,5	17,1	25,2	-7,2	-5,3
(Salmón)	(216,5)	(224,4)	(250,3)	(377,6)	(242,1)	(221,4)	(260,6)	(245,5)	(3,6)	(11,5)	(50,9)	(-8,6)	(-5,8)
Chips de madera	164,0	137,3	163,5	232,9	119,9	87,5	143,4	105,1	-16,3	19,1	42,4	-27,0	-26,7
Vino embotellado	80,3	82,5	91,4	123,6	49,6	77,2	60,2	96,1	2,7	10,8	35,2	55,6	59,6
Alambres de cobre	50,9	54,4	83,3	115,3	59,0	46,1	70,8	53,1	6,9	53,1	38,4	-21,9	-25,0
Papel para periódicos	56,7	69,0	77,2	111,1	54,2	51,6	63,7	61,2	21,7	11,9	43,9	-4,8	-3,9
Jugos de fruta	76,4	49,8	45,8	96,9	36,4	64,3	47,8	87,7	-34,8	-8,0	111,6	76,6	83,5
Purés y jugos de tomate	54,2	50,3	71,4	92,5	68,8	50,7	77,1	59,3	-7,2	41,9	29,6	-26,3	-23,1
Moluscos frescos y congelados	28,5	41,9	65,6	86,0	39,8	28,8	48,4	37,2	47,0	56,6	31,1	-27,6	-23,1
Conservas de pescado	41,6	38,4	50,2	71,7	28,3	33,3	36,2	42,4	-7,7	30,7	42,8	17,7	17,1
Fruta congelada sin azúcar	37,6	37,4	46,6	65,4	58,1	57,7	60,8	62,2	-0,5	24,6	40,3	-0,7	2,3
Neumáticos, cámaras y cubrecámaras	36,9	44,3	49,2	63,2	31,3	28,2	36,9	33,0	20,1	11,1	28,5	-9,9	-10,6
Moluscos precocidos y conservados	64,5	96,8	55,0	57,7	26,8	23,9	31,5	29,6	50,1	-43,2	4,9	-10,8	-6,0
Diarios y publicaciones	36,1	36,3	33,7	56,5	25,8	26,8	29,5	30,9	0,6	-7,2	67,7	3,9	4,7
Tableros de madera	17,9	38,9	59,4	54,9	28,7	29,7	33,9	36,2	117,3	52,7	-7,6	3,5	6,8
Nitrato de potasio	35,1	30,9	44,2	53,2	28,4	25,2	31,3	32,4	-12,0	43,0	20,4	-11,3	3,5
Conservas de fruta	35,0	39,6	44,5	52,7	30,2	31,2	34,5	36,2	13,1	12,4	18,4	3,3	4,9
Los demás vinos	36,0	42,2	46,4	51,9	22,8	36,9	26,2	45,4	17,2	10,0	11,9	61,8	73,3
Caramelos y chocolates	38,2	37,6	46,7	50,3	17,5	20,1	23,1	26,1	-1,6	24,2	7,7	14,9	13,0
Aceite de pescado	15,0	18,9	43,7	49,0	21,7	30,3	29,3	38,8	26,0	131,2	12,1	39,6	32,4
Camionetas	6,5	21,0	22,4	46,9	19,7	24,8	22,8	30,0	223,1	6,7	109,4	25,9	31,6
Obras de carpintería	18,0	34,0	44,5	43,7	23,3	24,7	26,5	28,8	88,9	30,9	-1,8	6,0	8,7
Agar-agar	23,4	27,6	33,4	40,4	18,2	23,3	21,4	26,2	17,9	21,0	21,0	28,0	22,4
Prendas de vestir exteriores	29,4	38,9	37,5	33,2	15,4	17,0	18,4	19,7	32,3	-3,6	-11,5	10,4	7,1
Hortalizas deshidratadas	32,1	28,1	30,2	32,9	17,9	19,2	21,2	23,7	-12,5	7,5	8,9	7,3	11,8
Trióxido de molibdeno	6,5	7,0	10,3	32,8	17,6	12,3	22,3	14,8	7,7	47,1	218,4	-30,1	-33,6
Muebles y partes de muebles de madera	23,2	31,0	35,0	32,8	16,1	14,8	18,9	17,7	33,6	12,9	-6,3	-8,1	-6,3
Chapas gruesas de cobre	17,6	16,3	19,3	31,8	14,4	15,8	16,9	19,5	-7,4	18,4	64,8	9,7	15,4
Pasas	19,0	23,8	36,3	30,8	7,9	10,6	10,8	14,0	25,3	52,5	-15,2	34,2	29,6
Barcos	14,2	18,5	46,2	28,1	20,1	12,4	20,1	20,3	30,3	149,7	-39,2	-38,3	1,0
Órganos de transmisión para vehículos	37,2	43,8	50,4	27,3	16,3	14,5	17,0	17,5	17,7	15,1	-45,8	-11,0	2,9
Cebollas	5,7	5,7	15,0	27,2	20,1	10,2	22,7	10,3	0,0	163,2	81,3	-49,3	-54,6
Perfumes	22,9	30,3	29,7	26,5	12,8	12,8	15,1	15,4	32,3	-2,0	-10,8	0,0	2,0
Calzado	40,8	41,0	31,2	26,1	10,5	8,6	14,3	11,0	0,5	-23,9	-16,3	-18,1	-23,1
Algas	13,2	12,7	19,8	25,6	17,3	17,2	18,7	19,1	-3,8	55,9	29,3	-0,6	2,1
Maíz	33,2	22,9	30,5	25,4	25,0	35,3	25,0	36,3	-31,0	33,2	-16,7	41,2	45,2
Semillas de hortalizas	22,9	24,4	23,4	25,0	19,8	19,0	21,6	22,7	6,6	-4,1	6,8	-4,0	5,1
Subtotal (2)	**1.805,6**	**1.900,5**	**2.249,9**	**2.793,6**	**1.514,4**	**1.482,6**	**1.932,5**	**1.948,7**	**5,3**	**18,4**	**24,2**	**-2,1**	**0,8**
(Porcentaje sobre el total)	(59,9)	(59,1)	(58,5)	(59,7)	(62,2)	(58,2)	(68,2)	(63,8)					

(1) La información total corresponde a la categoría "resto" del cuadro 18.
(2) Se han considerado todos los productos cuyos embarques en 1995 fueron de US$ 25 millones o más.
(3) Cifras provisionales.
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 20

SERVICIOS NO FINANCIEROS

(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993	1994	1995	Acumulado a junio		Variación porcentual (*)	
					1995	1996	a dic. 95/94	a junio 96/95
EMBARQUES	**99**	**50**	**134**	**-44**	**33**	**-18**		
Créditos	530	494	591	605	321	349	2,4	8,8
Débitos	431	444	457	649	288	367	42,0	27,7
OTROS TRANSPORTES	**-329**	**-344**	**-339**	**-220**	**-156**	**-151**		
a. Servicios de pasajeros	-18	-4	-2	9	-2	-9		
Créditos	150	182	191	205	97	82	7,4	-15,5
Débitos	168	186	193	196	99	91	1,6	-8,1
b. Servicios portuarios	-311	-340	-337	-229	-154	-142		
Créditos	379	361	419	588	254	288	40,3	13,3
Débitos	690	701	756	817	408	430	8,1	5,3
VIAJES	**174**	**274**	**224**	**131**	**58**	**131**		
Créditos	704	834	863	840	471	457	-2,7	-3,0
Débitos	530	560	639	709	413	326	10,9	-21,2
OTROS BIENES, SERVICIOS Y RENTAS	**15**	**23**	**3**	**-16**	**-39**	**-1**		
Créditos	670	728	783	917	443	514	17,1	15,9
Débitos	655	705	780	933	482	515	19,6	6,7
TOTAL SERVICIOS NO FINANCIEROS	**-41**	**3**	**22**	**-149**	**-104**	**-39**		
Créditos	2.433	2.599	2.847	3.155	1.586	1.689	10,8	6,5
Débitos	2.474	2.596	2.825	3.304	1.690	1.728	16,9	2,3

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 21

SERVICIOS FINANCIEROS
(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993	1994	1995	Acumulado a junio		Variación porcentual (*)	
					1995	1996	a dic. 95/94	a junio 96/95
INTERESES PAGADOS	**1.402**	**1.209**	**1.182**	**1.348**	**747**	**689**	**14,0**	**-7,8**
Mediano y largo plazo	1.229	1.018	1.008	1.149	651	582	14,0	-10,7
Corto plazo	173	191	174	199	96	107	14,2	11,8
INTERESES RECIBIDOS	**437**	**491**	**495**	**811**	**392**	**340**	**63,7**	**-13,2**
UTILIDADES Y DIVIDENDOS	**-892**	**-748**	**-1.056**	**-890**	**-383**	**-543**		
Créditos (recibidos)	5	6	3	13	1	7	396,3	600,0
Débitos (pagados)	897	754	1.059	903	384	550	-14,7	43,2
SERVICIOS DE LEASING	**-3**	**-2**	**-1**	**-3**	**-2**	**0**	**114,3**	
TOTAL SERVICIOS FINANCIEROS	**-1.860**	**-1.468**	**-1.744**	**-1.430**	**-740**	**-892**		
Créditos	442	497	498	824	393	347	65,5	-11,7
Débitos	2.302	1.965	2.242	2.254	1.133	1.239	0,5	9,4

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 22

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS DEL BANCO CENTRAL
(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993	1994	1995	1996	
					a junio	**a julio**
Reservas brutas (Stock a fin de período)	9.009	9.759	13.467	14.805	14.854	15.301
Variación de reservas (Diciembre a diciembre)	2.369	749	3.708	1.339	49 (1)	496 (2)
Saldo de balanza de pagos (3)	2.498	578	3.194	1.061	407	698

(1) Variación diciembre 1995-junio de 1996.
(2) Variación diciembre 1995-julio de 1996.
(3) Corresponde a las variaciones de reservas internacionales provenientes de transacciones de balanza de pagos es decir, excluye aquellas variaciones de reservas producidas por revalorizaciones, monetizaciones de oro y asignaciones de DEG.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 23

DEUDA EXTERNA (1)
(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993	1994	1995	1996 a junio	Variación porcentual (2) 1995	a junio 96/95
TOTAL (I + II)	**18.242**	**19.186**	**21.478**	**21.825**	**20.877**	**1,6**	**-4,3**
I. Mediano y largo plazo	**14.767**	**15.699**	**17.613**	**18.315**	**17.981**	**4,0**	**-1,8**
Sector público (3)	9.175	8.532	8.609	6.886	4.755	-20,0	-30,9
Sector privado	5.592	7.167	9.004	11.429	13.226	26,9	15,7
II. Corto plazo	**3.475**	**3.487**	**3.865**	**3.510**	**2.896**	**-9,2**	**-17,5**
Sector público	448	488	526	615	490	16,9	-20,3
Sector privado	3.027	2.999	3.339	2.895	2.406	-13,3	-16,9
III. Banco Central con FMI	**722**	**479**	**290**	**0**	**0**		

(1) Saldos a fines de período. Cifras preliminares para 1995 y 1996. Incluye deuda por bonos.
(2) Respecto a diciembre del año anterior.
(3) Incluye deuda privada con garantía pública.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 24

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

Especificación	1994 Dic.	1995 Dic.	1996 Junio	1996 Dic. (b)	1997 Dic. (b)
I. ACTIVOS	**49**	**-103**	**-639**	**-518**	**94**
1. Reservas Internacionales Netas (RIN)	1.177	152	38	576	39
2. Activos Domésticos Netos (ADN)	-1.128	-255	-676	-1.094	55
2.1 Pagarés	-438	193	-148	-231	421
2.2 Resto	-689	-449	-527	-864	-366
II. PASIVOS	**49**	**-103**	**-639**	**-518**	**94**
1. Pasivos Externos de Mediano y Largo Plazo (PEMLP)	-35	-221	-612	-612	0
2. Circulante (C)	84	118	-27	94	94

(a) Corresponden a variaciones respecto a diciembre del año anterior.
(b) Estimación preliminar.

Memorándum:

Δ Activos = Δ Pasivos

Δ RIN + Δ ADN = Δ PEMLP + Δ C

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

Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE

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