BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1991 Y PERSPECTIVAS PARA 1992

Septiembre 1991

BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCION DE LA ECONOMIA EN 1991 Y PERSPECTIVAS PARA 1992*

Septiembre 1991

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

INDICE

	Página
PRIMERA PARTE: Evolución de la Economía Chilena en 1991.	5
I. Política Monetaria.	7
A. La política monetaria y la evolución de las tasas de interés	7
B. La evolución de los agregados monetarios	9
II. La Política y la Institucionalidad Cambiarias.	13
A. La política cambiaria	13
B. Normativa cambiaria	17
III. Gasto Global, Actividad Económica y Empleo.	21
IV. La Inflación.	27
V. El Sector Externo.	31
A. La balanza de pagos	31
1. La cuenta corriente	31
2. La cuenta de capital	32
3. Reservas internacionales	33
B. La deuda externa	33
VI. Perspectivas	35
SEGUNDA PARTE: Perspectivas y Proyecciones Macroeconómicas para 1992.	39
I. Bases para un Crecimiento Sostenido.	41
II. La Balanza de Pagos.	43
III. El Programa Monetario y El Balance del Banco Central	45
A. El programa monetario	45
B. El balance del Banco Central	46
CUADROS Y GRAFICOS	
A. Gráficos	
1. Tasas de interés medias: mercado y Banco Central	8
2. Tasas de interés de 90 a 365 días en operaciones reajustables	9
3. Dinero privado (M1A)	10

4. Valores del dólar 14
5. Tipo de cambio real efectivo 15
6. Tasa de crecimiento del PGB por trimestre 22
7. Diferencia entre índices de ventas y producción industrial del INE 24
8. Tasas de desocupación 25
9. Indice de remuneraciones reales 28
10. Producción bruta de energía eléctrica e IMACEC 36
11. Importaciones de bienes de capital 37
12. Relación reservas internacionales/importaciones de bienes y servicios 38

B. Cuadros
1. Tasas de interés reajustables de 90 a 365 días 51
2. Tasas de interés de los instrumentos del Banco Central 52
3. Principales agregados monetarios 53
4. Diferencia entre el costo de endeudamiento interno y externo 54
5. Costo de fondos externos 54
6. Aportes de capital al exterior vía capítulo XII 55
7. Producto geográfico bruto trimestral 56
8. Producto geográfico bruto por clase de actividad económica 56
9. Ocupación y desocupación en el país 57
10. Producto geográfico bruto, ocupación y productividad 58
11. Estimaciones alternativas de la ocupación y desocupación en Santiago 59
12. Indices de precios 60
13. Indice de precios al consumidor por sectores 61
14. Indice general de remuneraciones 62
15. Balanza de pagos 63
16. Balanza comercial 64
17. Exportaciones de bienes 65
18. Exportaciones no tradicionales 66
19. Deuda externa 67
20. Proyecciones macroeconómicas para 1991 y 1992 68
21. Balanza de pagos: proyección 69
22. Balance patrimonial del Banco Central 70

PRIMERA PARTE

Evolución de la Economía Chilena en 1991

I. POLITICA MONETARIA

A. La política monetaria y la evolución de las tasas de interés

Durante 1990 y 1991, las medidas adoptadas por el Banco Central han incidido fuertemente en el comportamiento del mercado monetario y crediticio. En efecto, en ese período, el Instituto Emisor ha manejado activamente las tasas de interés real que paga por sus captaciones en el mercado financiero de manera de influir en el costo del crédito. En este contexto, los agregados monetarios se han ajustado pasivamente a los saldos demandados por el público.

La relación existente entre las tasas de mercado y las que paga el Banco Central por sus pagarés reajustables a 90 días (PRBC) aparece claramente ilustrada en el Gráfico 1. En él se puede observar que ya en 1989 las autoridades monetarias iniciaron una elevación gradual de las tasas de interés de los documentos del Instituto Emisor, con miras a moderar la expansión desmesurada que a la sazón registraba el gasto interno. Dicha alza fue seguida y superada por parte del mercado, lo que se reflejó en las tasas pagadas por las captaciones reajustables, que subieron de 5,3% en enero a algo más de 8,8% en diciembre. (Cuadro 1).

En enero de 1990, la autoridad monetaria decidió profundizar el proceso de ajuste mediante el aumento de las tasas pagadas por todos sus papeles y, en especial, de la de sus pagarés reajustables a diez años (PRC). Esta medida contribuyó a que las tasas de mercado subieran marcadamente hasta marzo, mes en que alcanzaron su nivel máximo. Con posterioridad, ellas disminuyeron continuamente, siguiendo la gradual flexibilización que ha caracterizado a la política monetaria desde mediados de 1990. De hecho, a fines de mayo de 1990 el Banco Central dejó de ofrecer PRC -el papel con más alto interés en ese momento- y a partir de agosto efectuó sucesivas reducciones de la tasa de sus pagarés reajustables a 90 días (PRBC). Este proceso culminó en marzo de 1991, cuando se dio por finalizado el ajuste, al bajar la tasa anual de los PRBC a 5,7%, nivel que se ha mantenido hasta el presente.(Cuadro 2).

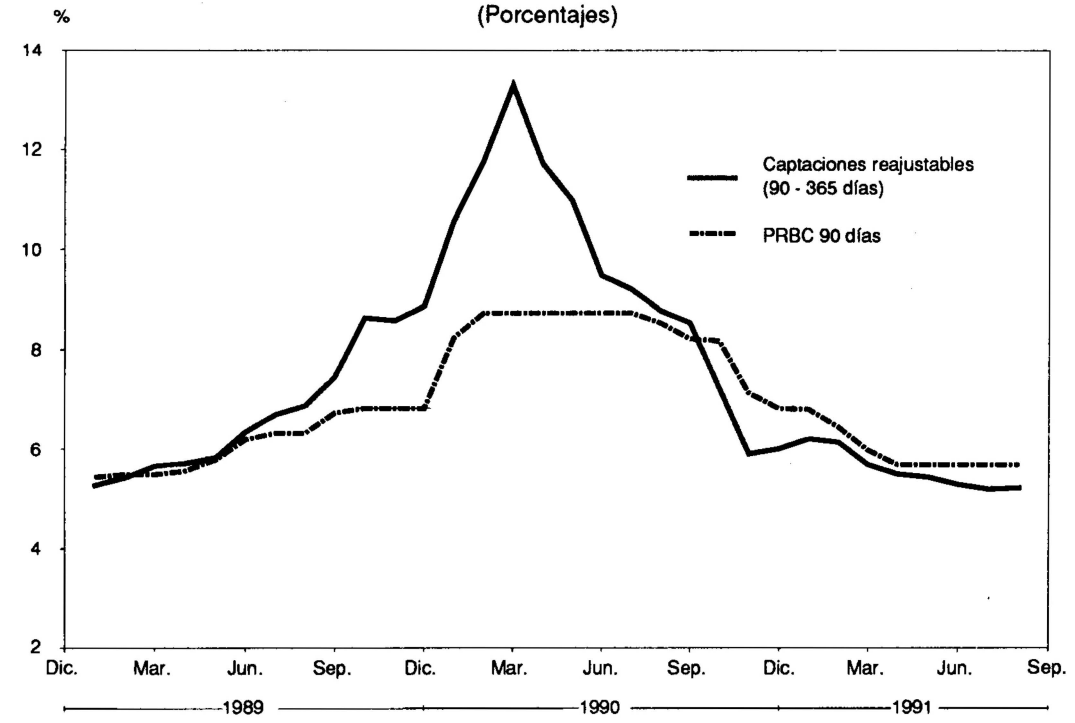
Cabe señalar, empero, que la magnitud e incluso el signo de la diferencia entre la tasa de captación del mercado y la de plazo equivalente ofrecida por el Banco Central no han sido constantes. En efecto, si bien la tasa de captación de mercado debiera, por consideraciones de riesgo, ser algo superior a la del Banco Central, suele observarse lo contrario. Ello se debe a que el público no puede comprar directamente los papeles del Instituto Emisor y al costo de intermediación de fondos del sistema financiero*. Además, en la relación entre las tasas de mercado y las del Banco Central influyen fuertemente las expectativas respecto de las decisiones futuras del Instituto Emisor en materia cambiaria y monetaria, como también el estado de liquidez del sistema financiero y la posición y plazo de los papeles públicos que éste mantenga. Por ejemplo, la diferencia en favor de la tasa de mercado observada durante el segundo semestre de 1989 estuvo influida por las

* Dicho costo emana principalmente de los gastos de captación de fondos y del encaje en el Banco Central -de 10% en los depósitos a la vista y de 4% en los depósitos a plazo- que debe mantener el sistema financiero por los fondos captados. En la actualidad, dicho encaje es remunerado conforme a la variación de la UF.

GRAFICO 1

TASAS DE INTERES MEDIAS: MERCADO Y BANCO CENTRAL

(Porcentajes)



expectativas de devaluación existentes en dicho período. A su vez, el incremento de dicha diferencia registrado en el primer semestre de 1990, obedeció a que el mercado interpretó que la tasa de interés de los PRC, fijada en 9,7% real en enero de ese año, sería transitoria. Por ello, el sistema financiero llegó a ofrecer más de 13% real en captaciones a 90 días, al generarse una fuerte competencia por fondos para adquirir los PRC, los cuales, en el evento de que su tasa bajara, subirían significativamente de precio.

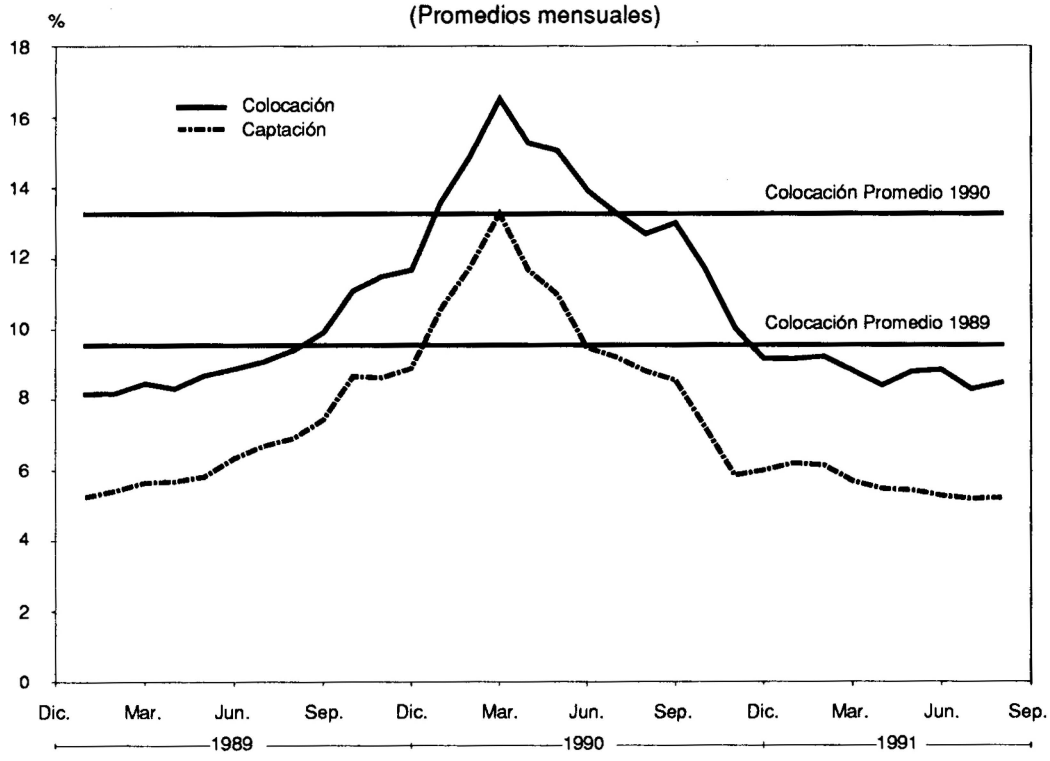
Con todo, las tasas más relevantes para la actividad económica son las cobradas por las operaciones de colocación de fondos, pues son ellas las que afectan de manera más directa las decisiones de gasto, tanto de consumo como de inversión, de los agentes económicos. El gráfico 2 revela que, en general, la diferencia entre las tasas pagadas y las cobradas por el sistema financiero tiende a ser estable. El, muestra asimismo, que a raíz de las sucesivas bajas de las tasas de interés de los PRBC efectuadas a partir de agosto de 1990, las tasas de colocación del sistema financiero disminuyeron también en forma continua, situándose a partir de enero de 1991 a un nivel inferior, no sólo al que alcanzaron en 1990, sino también al que registraron, en promedio, durante 1989.

En resumen, el Banco Central intenta controlar el gasto agregado por medio de la influencia que la tasa de sus documentos ejerce sobre las tasas a las que el mercado capta recursos. Estas últimas, por su parte, son la base del costo marginal de fondos para el sistema financiero, el cual, a su vez, es el principal elemento determinante de la tasa de colocación. Por lo mismo, la capacidad del Banco Central para influir sobre el nivel de las tasas de interés del mercado es indirecta. En la práctica, los cambios en las expectativas del público pueden también hacer variar las tasas de interés del mercado, incluso cuando no se han producido cambios en la política monetaria. La influencia de ésta para afectar las tasas

GRAFICO 2

TASAS DE INTERES DE 90 A 365 DIAS EN OPERACIONES REAJUSTABLES

(Promedios mensuales)



de interés de mercado es más limitada tratándose de las tasas de más largo plazo las que, en ausencia de emisión de papeles públicos de mayor plazo, son determinadas principalmente por el mercado, aunque son influidas también por las tasas de los instrumentos de corto plazo.

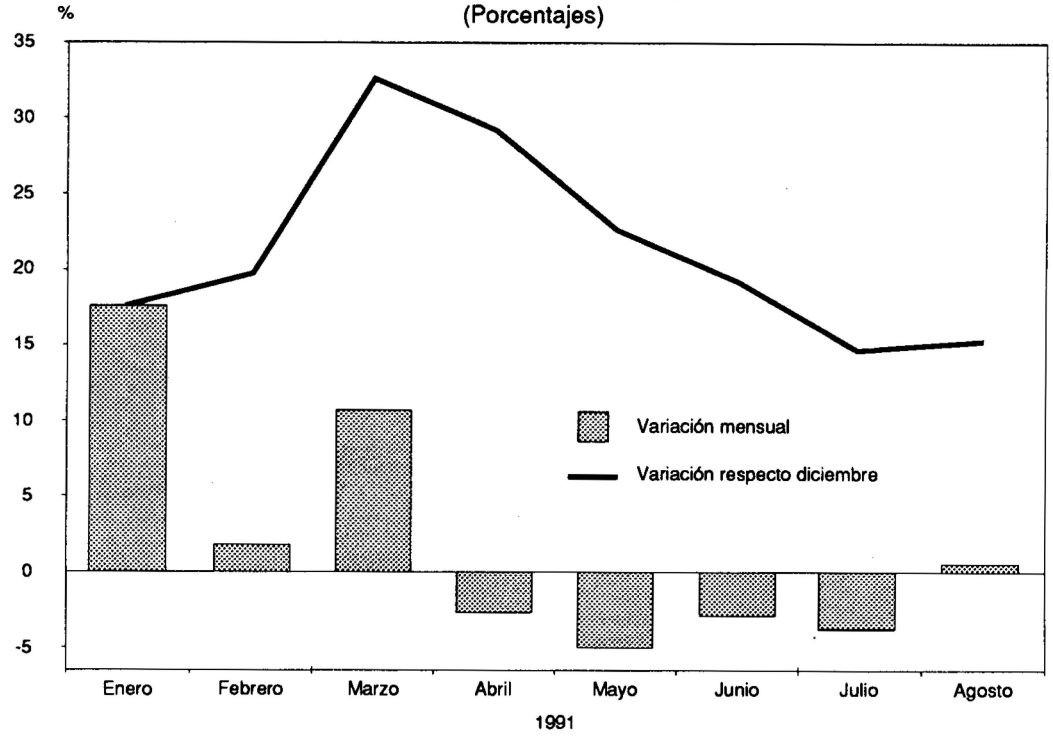
B. La evolución de los agregados monetarios

La evolución de la cantidad de dinero que ha resultado de la política de tasas de interés seguida por el Banco Central ha reflejado los cambios en la cantidad de dinero demandada por los agentes económicos. A su vez, esos cambios dependen del crecimiento de la economía, de la relación inversa que existe entre el costo de mantener dinero y la demanda de saldos monetarios reales, de factores estacionales, y de ciertas perturbaciones de naturaleza transitoria.

Así, el solo hecho de que el costo de mantener dinero se eleve cuando aumenta la inflación y que él se reduzca cuando ésta disminuye, explica parte importante de las agudas oscilaciones que ha registrado la cantidad de dinero. Por ejemplo, la marcada baja de los saldos monetarios reales (medidos a través del agregado M1A) ocurrida en 1990 obedeció en buena medida a que la inflación, relativamente alta, que existió en ese período junto a las elevadas tasas de interés pagadas por las captaciones reajustables, indujeron una sustitución de depósitos a la vista por otros activos menos líquidos. Estos mismos factores explican, asimismo, el porqué en el primer trimestre de 1991 ocurrió el proceso inverso: al

GRAFICO 3

DINERO PRIVADO (M1A)
(Porcentajes)



caer bruscamente las tasas mensuales de inflación y bajar también las tasas de interés reales, los agentes económicos se vieron estimulados a usar en mayor medida instrumentos monetarios más líquidos. Fue en esencia este vuelco en la demanda de estos activos el que determinó que en ese lapso la cantidad de dinero subiera marcadamente. Sin embargo, estas alzas fueron seguidas en los cuatro meses siguientes por bajas importantes. A raíz de ello, la variación acumulada de la cantidad de dinero con respecto a diciembre disminuyó persistentemente de 32,5% en marzo a poco más de 15% en agosto. La disminución fue aún más acentuada en el caso de la emisión, que cayó más de 10% en el trimestre junio-agosto. Con ello, su variación acumulada con respecto a diciembre, luego de bordear el 20% en mayo, bajó a menos de 7% en agosto. (Gráfico 3 y cuadro 3).

En síntesis, las significativas fluctuaciones en los saldos monetarios mensuales que se registran en Chile tienen su origen principal en la pronunciada variabilidad de las tasas mensuales de inflación. También contribuyen a la inestabilidad del dinero en el corto plazo otras perturbaciones difíciles de precisar, tales como ciertos errores de medición -que, empero, se cancelan en el tiempo- y las fluctuaciones aleatorias de la demanda de dinero.

Por este tipo de fenómenos no es conveniente que en las actuales condiciones de la economía chilena el Banco Central guíe su política monetaria por la evolución de los agregados monetarios en el corto plazo, en lugar de hacerlo mediante una política orientada a estabilizar las tasas reales de interés. En efecto, intentar mantener un crecimiento más parejo de la cantidad de dinero, introduciría una fuerte inestabilidad en las tasas de interés, con los consiguientes efectos adversos sobre el mercado financiero, la inversión y el nivel de actividad. Naturalmente, esto no invalida el seguimiento de la evolución de agregados

como el dinero y la emisión como indicadores de política monetaria en plazos más largos.

Como se sabe, la emisión fluctúa principalmente en virtud de las operaciones de cambio, de la colocación neta de documentos del Banco Central, y de las variaciones en el encaje mantenidos por los bancos. Durante 1990 y en lo que va corrido de 1991, las operaciones cambiarias contribuyeron a expandir la emisión, mientras que la colocación de pagarés del Banco Central tuvo el efecto contrario. Sin embargo, es importante destacar que siempre que las operaciones cambiarias alcanzaron una gran magnitud o que hubo vencimientos considerables de papeles, el Banco esterilizó la emisión generada por esos conceptos a través de la colocación de nuevos pagarés. Al respecto, los ejemplos más evidentes ocurrieron en octubre de 1990 y en febrero de 1991, meses en que, siendo importantes las compras de dólares, la emisión bajó. Esta capacidad de neutralizar el efecto sobre la emisión de las operaciones cambiarias y de los vencimientos de papeles demuestra la eficacia lograda en la ejecución de la política monetaria.

No obstante,la esterilización de las operaciones cambiarias no está exenta de problemas, ya que conduce a una acumulación de deuda interna. Debido a que en la actualidad las tasas de interés que el Banco Central percibe por sus activos en el exterior son inferiores que las que debe pagar por sus pasivos internos, la compra de dólares ha contribuido a abultar el déficit de caja de sus operaciones. Este último - que tuvo su origen, principalmente, en las medidas que el Banco Central debió adoptar a principio de los años ochenta para enfrentar la crisis del sobreendeudamiento interno y externo- equivale en la actualidad a cerca de 2% del producto geográfico bruto, monto que se financia regularmente por medio de la emisión y de la colocación de nueva deuda.

II. LA POLITICA Y LA INSTITUCIONALIDAD CAMBIARIAS

A. La política cambiaria

Durante 1990, el valor del tipo de cambio que fija el Banco Central (dólar acuerdo) siguió reajustándose de acuerdo a la regla tradicional, es decir, conforme a la variación de la Unidad de Fomento menos un descuento equivalente a la inflación internacional pertinente para Chile (que en ese año se estimó en 3,7% anual). Asimismo, se mantuvo la banda de fluctuación de ± 5% respecto del valor del dólar acuerdo para los precios de compra y venta de divisas por parte del Banco Central, magnitud que fue fijada en junio de 1989 y que determina el rango dentro del cual el tipo de cambio medio bancario (o dólar observado) oscila libremente.

Como consecuencia del fuerte ingreso de capitales externos y de la positiva evolución del comercio exterior, así como del término del período de incertidumbre política que prevaleció en el bienio 1988-89, el dólar observado se estabilizó en torno a $ 297 en el primer semestre de 1990. Esto implicó que el tipo de cambio observado cayera desde el "tope" al "piso" de la banda, llegando a este último nivel en julio de 1990. Desde entonces hasta diciembre del mismo año, el tipo de cambio observado subió aproximadamente al mismo ritmo que el dólar acuerdo. (Gráfico 4). Sin embargo, a pesar del descenso experimentado en el primer semestre, el nivel del tipo de cambio real efectivo continuó siendo uno de los más altos registrados en los últimos doce años. (Gráfico 5).

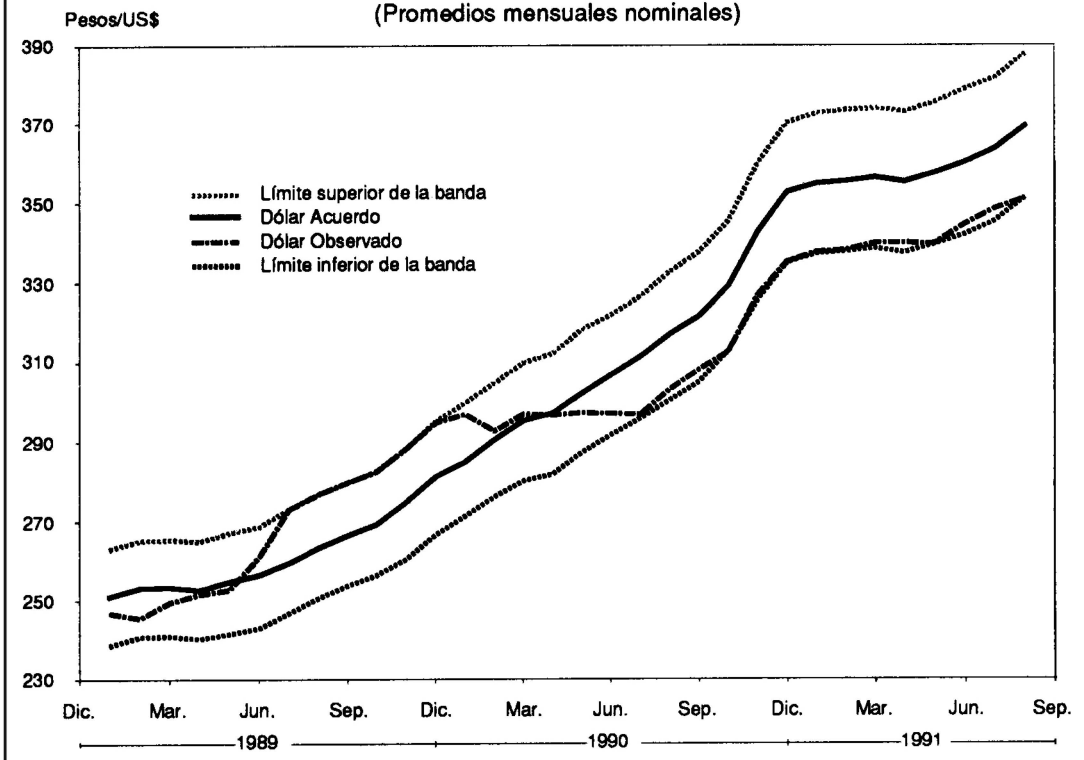
La disminución del tipo de cambio real se explica en medida importante por un cambio en la percepción del resto del mundo acerca de la economía chilena. En efecto, la fuerte expansión del comercio exterior del país en los últimos años, el mejoramiento de los indicadores del endeudamiento externo y la mantención de una economía de mercado apoyada con políticas macroeconómicas prudentes, han conducido a que los inversionistas extranjeros vean a Chile como una plaza atractiva.

En estas circunstancias, moderadas diferencias entre las tasas de interés externas e internas - debidamente ajustadas por las diferencias de inflación y las expectativas de variación en el tipo de cambio - tienden a producir un fuerte influjo de capitales de corto plazo, dificultando en alguna medida el manejo de la política monetaria y cambiaria. Cabe destacar que este fenómeno es relativamente nuevo. De hecho, como puede verse en el cuadro 4, hubo períodos en el pasado en que las diferencias entre el costo de endeudarse interna y externamente fueron similares a las de 1990, pero en dichos períodos no se generó una masiva entrada de capitales como la que se empezó a observar más claramente a partir de la segunda mitad de ese año. La razón principal por la cual no se producía dicho influjo es que en el pasado las diferencias de las tasas de interés eran más que compensadas por un mayor "riesgo país" y por las expectativas de devaluación que estuvieron constantemente presentes durante gran parte de la década anterior.

En 1991, la evolución del sector externo ha continuado siendo favorable, lo que ha contribuido a que, durante la mayor parte del año, el tipo de cambio observado se haya

GRAFICO 4

VALORES DEL DOLAR
(Promedios mensuales nominales)



mantenido en o cerca del límite inferior de la banda de fluctuación.

Cuando el valor del dólar llega al piso de la banda, el Banco Central compra dólares para evitar que su valor siga cayendo. Sin embargo, y como ya se comentó, para esterilizar el efecto monetario de la compra de divisas, el Banco Central emite deuda, por la cual paga una tasa de interés mayor que la que recibe por las divisas adquiridas. Este fenómeno, aunque no presenta dificultades en el corto plazo, podría complicar patrimonialmente al Instituto Emisor de mantenerse por un período prolongado, con consecuencias no deseables sobre el manejo de la política monetaria y la formación del ahorro interno.

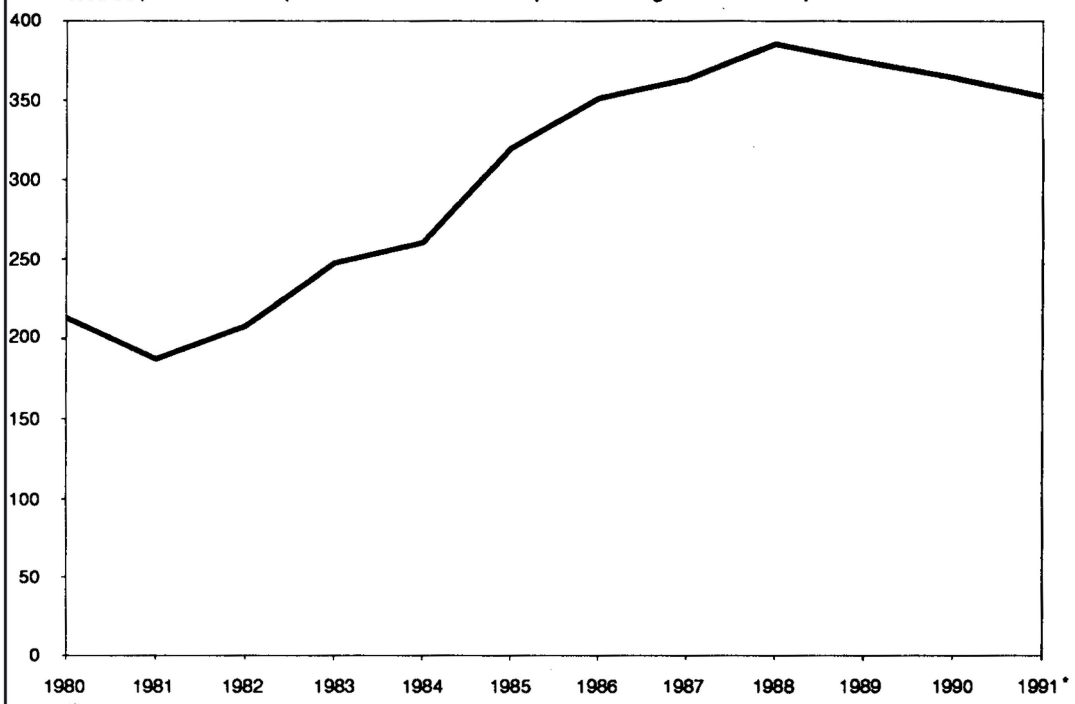
Ante esta situación, se ha planteado la opción de revaluar el peso o de ampliar los límites de la banda de fluctuación del dólar. Sin embargo, esto sería contrario a uno de los objetivos básicos de la autoridad, cual es la mantención del sector exportador como uno de los pilares fundamentales en la estrategia de desarrollo del país. Dejar caer el tipo de cambio real por una situación que es probable sea transitoria, tendría efectos negativos permanentes en este sector. En un caso así es preferible utilizar otro tipo de medidas para dar cierta estabilidad a un precio clave como es el tipo de cambio real.

Otra opción que ha sido sugerida sería disminuir las tasas de interés internas de modo de hacer menos atractivo el ingreso de capitales al país. Pero en este caso es preciso considerar las consecuencias que esta medida tendría sobre la inflación. En efecto, una menor tasa de interés estimula la demanda agregada interna, lo que, dadas la condiciones

GRAFICO 5

TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO a/

(Promedios anuales en pesos de agosto de 1991)



(*) Promedio enero-agosto

(a) Se define como el tipo de cambio nominal observado multiplicado por el cuociente entre la inflación externa relevante y el IPC. La inflación externa se calcula con los IPM de los principales socios comerciales expresados en dólares, ponderándolos por la importancia relativa de las importaciones (excluyendo petróleo) que Chile realiza desde ellos (aproximadamente un 68% de las importaciones totales de Chile en 1985).

existentes de capacidad instalada, se traduciría en una aceleración del proceso inflacionario o en un crecimiento más rápido de la actividad económica que el que sería sostenible a mediano plazo. Además, como ya se señaló, las tasas de interés internas han disminuido considerablemente en el último tiempo.

Una tercera opción es aumentar el ahorro interno. Ello contribuiría a elevar el tipo de cambio y a solucionar otros problemas de la economía. Por una parte, un mayor ahorro permitiría mantener una tasa interna de interés más baja sin que ello provocara consecuencias inflacionarias adversas. Esta reducción de la tasa de interés aminoraría, además, la diferencia entre el costo de endeudarse interna y externamente, desincentivándose así el influjo de capitales de corto plazo. Por último, una mayor tasa de ahorro hace posible financiar una tasa de inversión más elevada, la que sería estimulada a su vez por la menor tasa de interés. Ello permitiría alcanzar un crecimiento más rápido y ayudaría a elevar el tipo de cambio, debido no sólo a las mayores importaciones que derivarían de una expansión más dinámica de la actividad económica, sino también a causa del alto componente importado que tiene en Chile la formación de capital.

Durante la mayor parte del primer semestre de 1991, la recuperación del ritmo de crecimiento económico no se tradujo en un incremento en las importaciones. De hecho, debido a que a comienzos del año había aún inventarios considerables de bienes importados, la materialización del aumento de las importaciones se demoró varios meses más

que el de las ventas.

En parte, a causa del bajo nivel de las importaciones y de las coberturas, en parte por la liquidación anticipada de retornos, y en parte por la fuerte entrada de capitales, durante los primeros dos meses del año, el Banco Central compró gran cantidad de dólares. Teniendo en cuenta que una parte importante de los ingresos de capitales tenía su origen en el arbitraje de las tasas de interés internas y externas, y que dicha operación resulta menos rentable al eliminar el descuento correspondiente a la inflación externa en la devaluación diaria del peso, el Banco Central no descontó dicha inflación entre comienzos de marzo y mediados de junio y efectuó dos revaluaciones compensatorias de 0,7 puntos porcentuales a comienzos y a fines de abril, con el objeto de mantener el valor real del tipo de cambio acuerdo. Si bien el objetivo inmediato perseguido con estas decisiones se consiguió, pues el mercado cambiario se fortaleció en esos meses y el tipo de cambio acuerdo mantuvo su nivel real, el carácter necesariamente transitorio de estas medidas obligó a enfrentar el problema de manera distinta a mediados del año.

Así, el 15 de junio el Banco Central estableció un encaje de 20% a los créditos externos, redujo en 2% el tipo de cambio acuerdo y restableció el descuento de 0,3% mensual en la regla cambiaria.

El encaje a los créditos externos ha sido cuestionado por diversos sectores, por lo que merece un análisis más detallado. Para ello, es importante dejar en claro que el objetivo básico del encaje es igualar el costo de endeudarse en moneda nacional y en moneda extranjera para operaciones de un plazo inferior a un año. Así, el encaje no cuestiona el endeudamiento externo a corto plazo en sí, sino simplemente procura igualar el costo de hacerlo en distintas fuentes, de modo de evitar el efecto del influjo masivo de dólares sobre el tipo de cambio real.

Los créditos externos de más de un año tienen un encaje marginal de cero, lo que hace que el costo medio del encaje disminuya significativamente a medida que el plazo del crédito se alarga. (Cuadro 5). La adopción de esta fórmula obedeció a la convicción de que los créditos de mediano y largo plazo, y sobre todo aquellos asociados al DL 600, representan un complemento indispensable del ahorro interno. Además, estos recursos constituyen flujos estables y son necesarios para financiar tanto un mayor nivel de formación de capital como el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Aun así surge la pregunta de por qué el encaje grava el primer año de los créditos externos de más de un año. La respuesta a esta interrogante tiene que ver con la dificultad que existe para determinar en forma anticipada el plazo efectivo de un crédito. Por ejemplo, si el encaje medio fuera de cero para los créditos superiores a un año, se podría imaginar una situación en que se ingresa un crédito por un plazo de algo más de un año, el que, en consecuencia, no estaría sujeto al encaje y que podría ser cubierto anticipadamente haciendo uso del mercado informal. En la práctica se estaría en presencia de una operación de endeudamiento de corto plazo que evadiría el costo del encaje. En tal caso, el único costo financiero para el que toma el crédito sería la diferencia entre el dólar observado y el dólar informal, la cual ha sido muy baja en los últimos doce meses.

Otra observación que se ha formulado al encaje ha sido la no exclusión de las operaciones de comercio exterior. Al respecto, se ha argumentado que, al encarecer el

costo del crédito, se estaría desincentivando precisamente aquellas transacciones que se pretendía estimular (exportaciones e importaciones). En último término, la justificación de esta medida se vincula con la decisión de la autoridad de evitar que el tipo de cambio real siga disminuyendo, pues, como se mencionó, ello sería contrario al objetivo de que el sector exportador se mantenga como un sector líder en el desarrollo del país. En la práctica, si se establecieran excepciones a la normativa del encaje, aumentaría la demanda de créditos externos, incrementándose así la cantidad de dólares que entran al país, con la correspondiente presión a la baja del tipo de cambio real. Asimismo, es preciso tener en cuenta la fungibilidad de los fondos, lo que determina que en muchas oportunidades sea difícil establecer el verdadero destino de un crédito. Por esta causa, en la medida en que se fijaran excepciones al encaje, no se cumpliría el objetivo esencial que se tuvo en vista al establecerlo. De allí la decisión de no hacer exclusiones. No obstante, hay dos tipos de operaciones a las que, por disposiciones legales, el Banco Central no puede imponer encaje. Estas son los anticipos de compradores y las importaciones en cobranza. Ambas operaciones constituyen lo que se denomina un "saldo de precio"; no constituyen jurídicamente un crédito y, por lo tanto, el Banco Central no tiene facultades para exigir un encaje.

Tomando en consideración los eventuales problemas de liquidez que podría ocasionar el encaje a los préstamos de mediano y largo plazo, incluidos los créditos asociados a la inversión vía DL 600, el Consejo del Banco Central decidió el 1º de julio dar la opción de cancelar un recargo financiero equivalente al costo que significaría el encaje de 20% a los créditos externos. Dicha opción se hace efectiva a través de operaciones de venta con pacto de recompra de pagarés Capítulo XIV del Banco Central. Con ello se evita que, para constituir el encaje, el inversionista deba obtener créditos por un monto mayor al considerado originalmente.

La medida del encaje se complementó con una modificación legal que extiende el impuesto de timbres y estampillas al endeudamiento externo. Esto significa un costo adicional de 1,2% anual para los créditos a plazos menores o iguales a un año y un costo fijo total de 1,2% para los créditos a plazos superiores. De esta forma, la tasa anual de recargo por este concepto, al igual que en el encaje, depende del plazo del crédito. No quedan afectos a este impuesto los créditos concedidos a los exportadores.

Otras dos medidas anunciadas el 15 de junio fueron la reducción de los aranceles de 15% a 11% y la revaluación cambiaria de 2%. Estas son medidas de tipo estructural que se tomaron en función del encuadre macroeconómico de mediano plazo, que sugería la necesidad y posibilidad de que el ahorro externo desempeñe un papel más importante en el financiamiento de la inversión. Por otra parte, la disminución de los aranceles eleva la rentabilidad del sector exportador ya que parte de sus insumos son transables. Este efecto positivo sobre los exportadores aproximadamente compensa el efecto adverso que -en la medida que el tipo de cambio observado se sitúe en el piso de la banda- significaría para ellos la reducción de 2% del tipo de cambio acuerdo.

B. **Normativa cambiaria**

La Ley Orgánica Constitucional del Banco Central establece como principio básico la libertad de las operaciones de cambios internacionales. De allí que las restricciones y limitaciones que puedan establecerse en materia cambiaria tengan un plazo máximo de un

año. En consecuencia, el 19 de abril el Consejo del Banco, junto con renovar la mayor parte de la normativa vigente desde hacía un año, introdujo algunas modificaciones al Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

Estas incluyeron la extensión del plazo máximo de retorno de las exportaciones de 120 a 150 días; la eliminación de la obligación de liquidar en el mercado cambiario formal las divisas provenientes de las ventas efectuadas a extranjeros con tarjeta de crédito; y el aumento de US$ 1.000 a US$ 2.000 del monto unitario de los embarques de exportación que no tienen obligación de presentar informe. Asimismo, se eliminó tanto la obligación de presentar informe de importación para las importaciones sin cobertura como la obligación de rendir cuenta por el 5% de los retornos que los exportadores destinan a gastos en el exterior, manteniéndose, sin embargo, el límite máximo en US$ 500.000 anuales.

Con todo, la principal modificación fue la flexibilización de la normativa que regula la inversión en el exterior llevada a cabo por personas naturales o jurídicas chilenas, exceptuados los inversionistas institucionales. Hasta abril de 1991, dicha normativa disponía, por una parte, que las divisas necesarias para constituir sociedades en el exterior, adquirir derechos en una sociedad existente o abrir agencias o sucursales en el extranjero sólo podían adquirirse en el mercado cambiario formal y, por otra, que las correspondientes inversiones debían ser autorizadas previamente por el Banco Central, el que podía aceptar o rechazar las respectivas solicitudes sin expresión de causa.

Esta modalidad de efectuar inversiones en el exterior se mantuvo en los casos en que éstas tienen como finalidad la ampliación o complementación de las actividades del giro habitual del solicitante, la apertura o expansión de los mercados de exportación, y el mejoramiento de canales y sistemas de comercialización. Además, a fin de hacer más expedita la tramitación de estas solicitudes, se dispuso que ellas se entenderían aprobadas en el caso que el Banco Central no se pronunciara en un plazo de 30 días hábiles.

Al mismo tiempo, se estableció que las inversiones en el extranjero pueden efectuarse con divisas propias o adquiridas en el mercado cambiario informal y que, en tal caso, no se requiere la autorización previa del Banco Central, al cual el inversionista debe informar dentro de un plazo de 30 días hábiles contado desde que se haya efectuado la correspondiente remesa.

Estas modificaciones -orientadas a facilitar la inversión chilena en el exterior y a corregir una distorsión que existía en el régimen cambiario* - tuvieron efectos inmediatos: en los primeros ocho meses de 1991 las inversiones autorizadas a través del mercado cambiario formal o efectuadas directamente por vía del mercado cambiario informal ascendieron a US$ 91 millones. (Cuadro 6).

Asimismo, conforme a la política de abrir de manera gradual y selectiva la cuenta de capitales, en febrero se autorizó a las empresas bancarias para adquirir en el exterior activos financieros de bajo riesgo hasta por un monto equivalente a 25% de los depósitos a plazo en

* Esta consistía en que, antes de la reforma introducida, estaba permitido efectuar todo tipo de inversiones (financieras y reales) o gastos en el exterior utilizando para ello divisas propias o adquiridas en el mercado cambiario informal, pero estaba prohibido utilizar divisas provenientes de ese mercado para constituir sociedades en el exterior, adquirir derechos en ellas o abrir agencias o sucursales en el extranjero.

moneda extranjera que ellas capten del público. Un mes más tarde, el Banco Central autorizó a los bancos comerciales para utilizar recursos equivalentes a 30% de dichos depósitos en el financiamiento del comercio exterior, proporción que fue alzada a 40% en abril y a 60% a comienzos de mayo. Por último, a mediados de junio se les permitió financiar operaciones de comercio exterior entre terceros países pertenecientes a la ALADI por un monto equivalente a 25% de sus depósitos a plazo en moneda extranjera.

Por otra parte, y con miras a reducir tanto sus pasivos de corto plazo en moneda extranjera como sus costos, el Banco Central adoptó diversas medidas tendientes a disminuir la rentabilidad de distintos instrumentos que él utiliza para captar recursos en divisas. Así, en mayo, bajó las tasas de sus pagarés en dólares a 181 días de LIBO + 2,4% a LIBID (tasa 1/8 de punto más baja que la LIBO)- 0,5%. El Banco redujo, asimismo, en forma gradual las tasas de los depósitos overnight y weekend hasta situarlas por debajo de las tasas ofrecidas en el exterior por plazos similares y alzó de 3% a 5% la comisión sobre los swaps.

Con estas medidas se lograron dos objetivos importantes. El primero, fue la eliminación de operaciones que resultaban innecesarias, dado el alto nivel actual de las reservas internacionales netas del Banco Central. El segundo, fue la disminución sustancial de sus pasivos internos de corto plazo en moneda extranjera, desde casi US$ 3.900 millones en diciembre de 1990 a US$ 1.930 millones a mediados de septiembre de 1991. Estos pasivos y las elevadas tasas de interés que el Banco pagaba por ellos se originaron en la crisis del sector externo de 1982 y en las medidas que se adoptaron para enfrentarla. Sin embargo, una vez recuperada la normalidad, no se justificaba prolongar estas disposiciones. En consecuencia, se procedió a reducir progresivamente las tasas pagadas, desalentando en esta forma el ingreso de fondos externos que se utilizaban para constituir depósitos en el Banco Central o para adquirir documentos de éste.

III. GASTO GLOBAL, ACTIVIDAD ECONOMICA Y EMPLEO

En lo corrido de 1991 se ha fortalecido la recuperación del crecimiento económico que se inició en los meses finales de 1990. En efecto, conforme a las estimaciones preliminares del Banco Central, el producto geográfico bruto, luego de incrementarse 2,1% en el último trimestre de ese año, aumentó 2,6% en el primer trimestre de 1991 y 5,6% en el segundo. Con ello, su alza en la primera mitad del año fue de 4,1%. (Cuadro 7 y gráfico 6). Esta tendencia ascendente continuó en julio, mes en que el Indice Mensual de Actividad Económica (IMACEC) subió 5,6%, acumulando así una variación de 4,7% en los primeros siete meses del año.

Con un aumento de 13% en el primer semestre, el sector transporte y comunicaciones siguió siendo el más dinámico de la economía. Al igual que en los dos años anteriores, su crecimiento se debió fundamentalmente a la acelerada expansión del subsector comunicaciones. La minería, el comercio y la producción de electricidad, gas y agua crecieron también a ritmos satisfactorios. (Cuadro 8). El aumento de 6,4% de la minería obedeció en gran medida a la favorable evolución de la producción de cobre (principalmente por la entrada en operaciones de La Escondida); hierro (por la puesta en marcha de una nueva planta de pellets en Huachipato) y carbón (en respuesta a la mayor demanda de la nueva planta termo-eléctrica de Tocopilla, que abastece parte de las necesidades de La Escondida). A su vez, el alza de 6,5% del producto del sector electricidad, gas y agua derivó de la incorporación de las centrales Canutillar, Pehuenche y Tocopilla, del efecto favorable de las mayores lluvias sobre la producción de las plantas hidroeléctricas, y de la ampliación de la demanda causada por el crecimiento más rápido de la actividad económica. El comercio, por su parte, se incrementó 5,7%, gracias al marcado y sostenido repunte de sus ventas, las cuales se incrementaron casi 9% en términos reales durante el primer semestre. Esta tendencia ascendente se acentuó en los dos meses siguientes, en que las ventas reales del comercio subieron 10,5%.

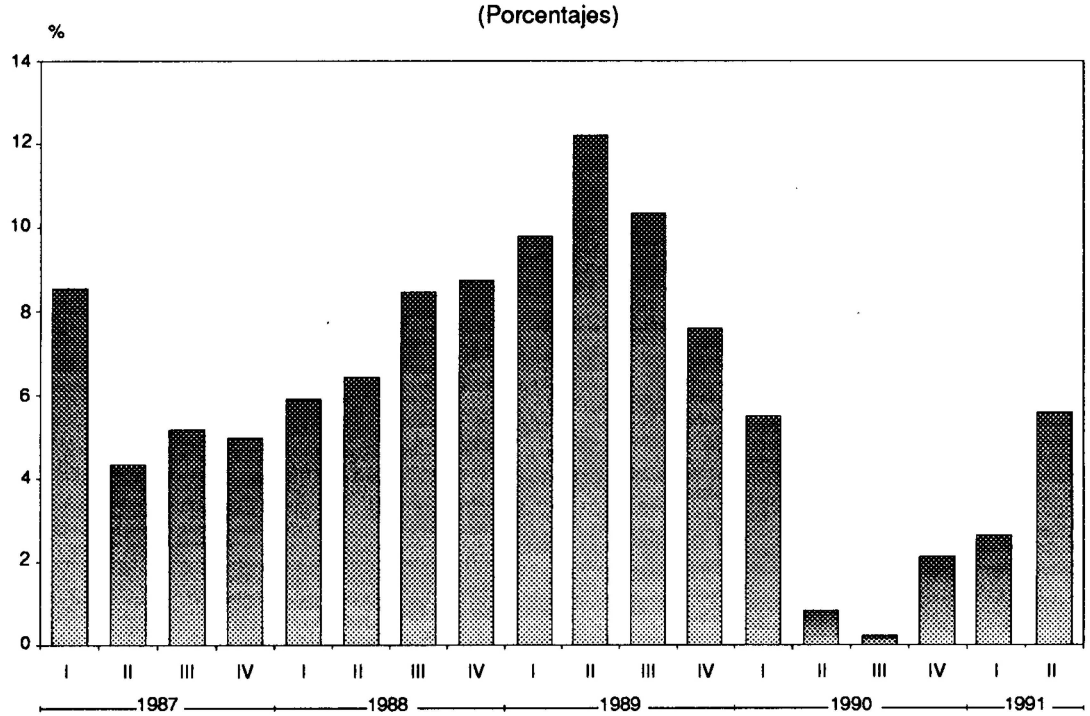
La expansión de la industria manufacturera fue más pausada (3,6%). Tal resultado se debió exclusivamente a su pobre desempeño en el primer trimestre, durante el cual el producto industrial disminuyó 1,5%. En cambio, en los tres meses siguientes su crecimiento fue muy fuerte (8,7%), como efecto de las considerables alzas de la mayoría de las ramas productoras de bienes de consumo y de bienes intermedios.

También fue moderado el crecimiento de la construcción (2,5%). El, fue impulsado por la ampliación de la edificación tanto habitacional como no habitacional, en tanto que las obras de ingeniería disminuyeron debido en buena medida a que en 1990 concluyeron muchos de los grandes proyectos de inversión iniciados en años anteriores. Con todo, también en este sector la expansión se aceleró en el segundo trimestre del año. Esta tendencia fue especialmente marcada en la Región Metropolitana, en la cual la superficie edificada fue 25% mayor en dicho período que en el lapso equivalente de 1990.

Por último, en la primera mitad del año se estancó el producto agropecuario -como resultado de las trayectorias contrapuestas del sector pecuario (4,2%) y de las actividades agrícolas (-1,7%) -y disminuyó 2% la pesca- que fue afectada por la caída de la demanda

GRAFICO 6

TASA DE CRECIMIENTO DEL PGB POR TRIMESTRE
(Porcentajes)



causada por el brote de cólera y por la disminución de la biomasa en la zona norte del país. Sin embargo, esta situación se revirtió en el bimestre julio-agosto, durante el cual la captura aumentó muy fuertemente, con lo cual su crecimiento en los primeros ocho meses del año fue de 11% en relación al mismo período del año anterior.

Desde el lado de la demanda, el crecimiento de la economía durante el primer semestre fue impulsado, una vez más, principalmente por la expansión del volumen de las exportaciones. Este subió algo más de 6%, como resultado de un alza de 8% en las ventas reales de cobre y de 5% en las de los demás productos.

El otro factor dinámico importante fue el consumo. En contraste con lo ocurrido en 1990 -cuando se incrementó apenas 0,7%- el consumo privado repuntó con fuerza en el primer semestre de 1991, impulsado por el alza real de los salarios, las mayores transferencias del Fisco a las personas y el mejoramiento de la situación y las expectativas económicas. Así, en los primeros siete meses del año, las ventas de bienes de consumo habitual subieron 5%, las de bienes de consumo durables se ampliaron 24% y las importaciones de bienes de consumo se elevaron 18,5%.

Por el contrario, la inversión en capital fijo -que en 1990 alcanzó un nivel sin precedentes -disminuyó a raíz de las tendencias disímiles que mostraron por una parte la construcción y, por la otra, la importación y producción de bienes de capital. Mientras la primera -que aporta alrededor de 55% de la formación bruta de capital fijo- aumentó 2,5%, las importaciones de bienes de capital -que representan poco más de 40% de la inversión fija total- bajaron 21% y la producción interna de bienes de capital se redujo 13%.

La causa principal de la merma de las importaciones de bienes de capital fue la conclusión a fines de 1990 o a comienzos de 1991 de numerosos grandes proyectos en la minería, la electricidad y la celulosa. De hecho, el valor de las importaciones de equipos y maquinarias correspondientes a estos y otros proyectos de envergadura* bajó más de 70%, de un promedio mensual de casi US$ 55 millones en 1990 a uno de US$ 15,5 millones en el primer semestre de 1991. Con ello, entre ambos períodos, su participación en las importaciones totales de bienes de capital cayó de 36% a 10%. A la reducción de las compras externas de bienes de capital contribuyó asimismo la baja de 45% que experimentaron las importaciones de equipos y maquinarias de Codelco. Por el contrario, el valor mensual del resto de las importaciones de bienes de capital fue ligeramente más alto en el primer semestre de 1991 (US$134 millones) que en 1990 (US$130 millones).

El débil desempeño de la inversión durante un período en que la actividad económica se elevó a un alto ritmo se explica también en parte por los efectos rezagados de las inversiones realizadas en 1990 sobre la capacidad productiva existente en 1991 y por la secuencia característica que presentan las expansiones de las ventas, la producción y la inversión en los períodos que siguen a un proceso de ajuste.

Como ya se señaló, en 1990 la formación bruta de capital alcanzó un nivel muy alto y concluyeron o estaban próximos a completarse importantes proyectos de inversión. En consecuencia, la capacidad productiva disponible a comienzos de 1991 permitía satisfacer una mayor demanda en numerosos sectores sin que para ello fuese preciso efectuar inversiones adicionales en el corto plazo. Por otra parte, la reactivación del crecimiento que se inició en los meses finales de 1990 y que se acentuó a comienzos de este año fue encabezada por la expansión de las ventas, especialmente de bienes de consumo. Debido a que para numerosos agentes económicos la intensidad del repunte de las ventas resultó en alguna medida inesperada y también porque ellos disponían, a comienzos del año, de inventarios relativamente grandes, el aumento de las ventas no fue acompañado de inmediato por una expansión similar de la producción. De hecho, como puede verse en el Gráfico 7, hasta marzo la brecha entre el crecimiento de las ventas industriales y el de la producción manufacturera se amplió continuamente y ella empezó a cerrarse sólo a partir de abril.

Los rezagos característicos de la producción con respecto a las ventas, y del empleo con respecto a la producción durante la fase posterior a un proceso de ajuste, explican también el aparentemente lento crecimiento del empleo durante el primer semestre de 1991.

Así, según datos del Instituto Nacional de Estadísticas (INE), la tasa de desocupación nacional subió de 6,7% en el trimestre mayo-julio de 1990 a 7,4% en el mismo trimestre del presente año. Esta evolución de la tasa de desocupación habría obedecido, además, al escaso crecimiento del empleo, cuyo nivel, según el INE, permaneció casi constante entre el primer semestre de 1990 y el mismo período de 1991, en tanto que la fuerza del trabajo creció 0,8%. (Cuadro 9).

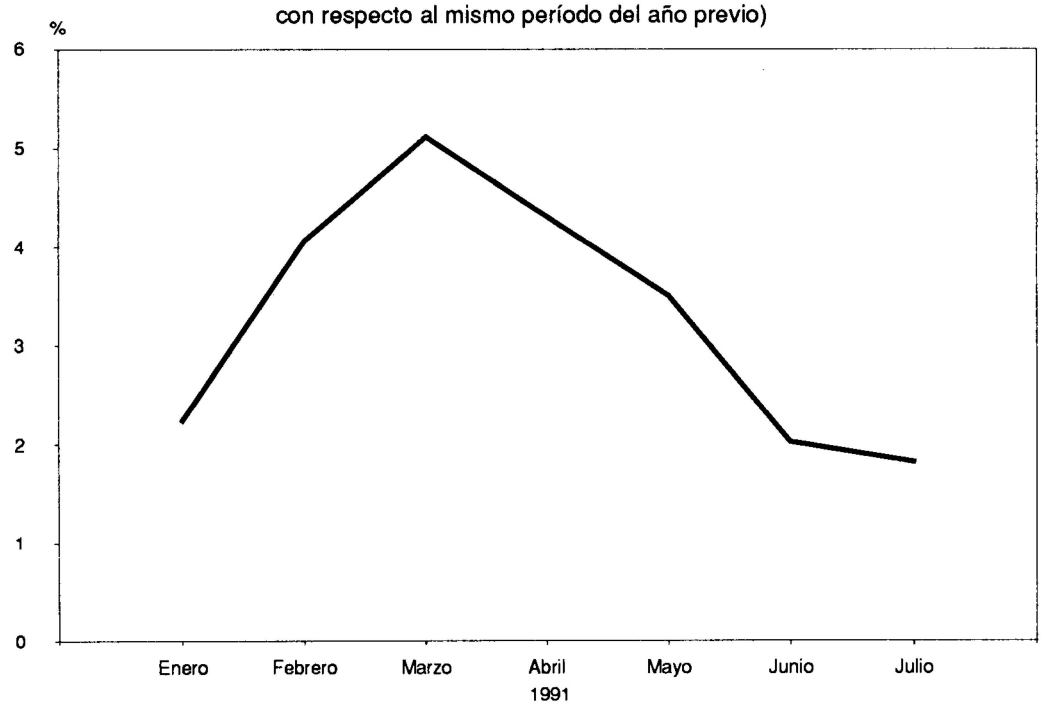
---

* Estos proyectos incluyen La Escondida, La Disputada y La Coipa en el sector minero; las centrales eléctricas de Alfalfal, Pehuenche, Tocopilla y otras plantas de Endesa en el sector energía; las inversiones correspondientes al plan de expansión de la Compañía de Teléfonos en el sector comunicaciones; y las fábricas de Celulosa Arauco Constitución, del Pacífico y Santa Fe.

GRAFICO 7

DIFERENCIA ENTRE INDICES DE VENTAS Y PRODUCCION INDUSTRIAL DEL INE

(Diferencia entre las variaciones porcentuales acumuladas al mes indicado con respecto al mismo período del año previo)



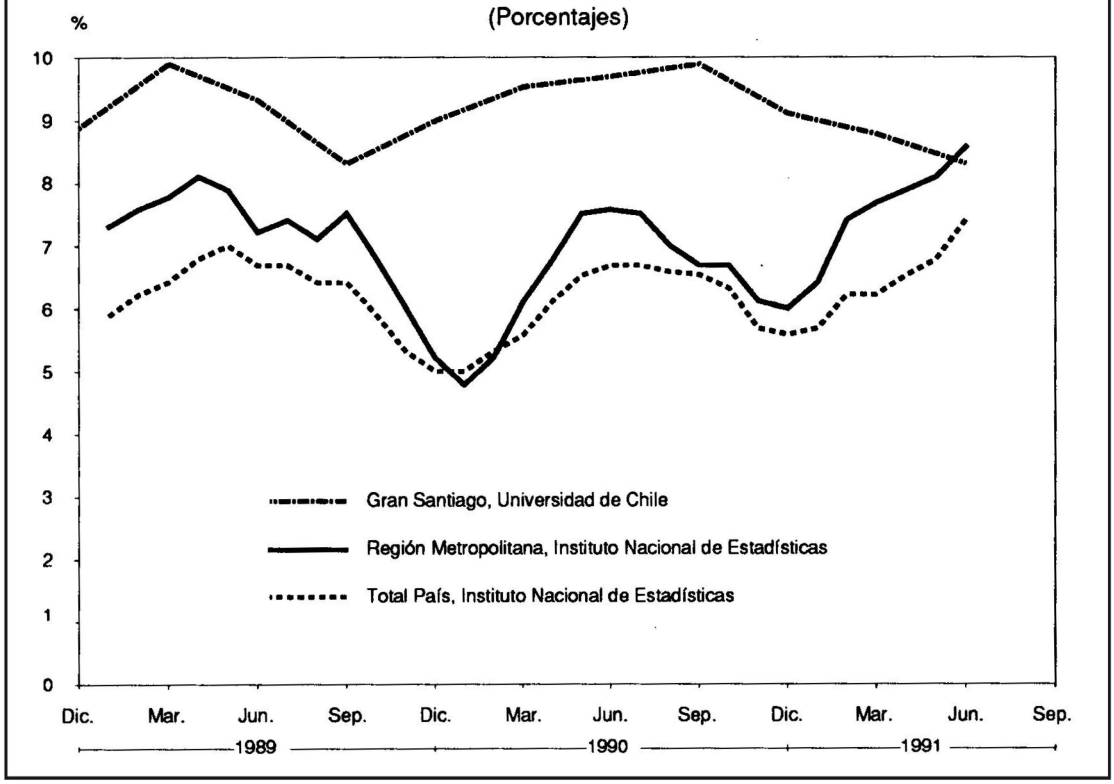
La trayectoria de la situación ocupacional habría sido similar en la Región Metropolitana. Conforme al INE, la tasa de desocupación subió en ésta de 7,6% en el trimestre finalizado en julio de 1990 a 8,6% en el mismo trimestre de 1991. Además, como en el conjunto del país -pero en forma más pronunciada- esta alza constituiría el efecto del desfavorable comportamiento del empleo que, según el INE fue 2,3% más bajo en el primer semestre de 1991 que en el mismo período del año anterior.

Si las cifras anteriores reflejaran correctamente lo ocurrido en el mercado laboral, en el primer semestre de 1991 se habría producido un aumento importante, del orden de 4%, en la productividad media de la fuerza de trabajo ocupada en relación al mismo período del año anterior. (Cuadro 10).

Sin perjuicio de que por lo dicho más arriba, es probable que la evolución ocupacional mejore en el segundo semestre del año, es necesario tener presente que la evolución del empleo en lo corrido de 1991 aún no está enteramente clara ya que existen antecedentes estadísticos que muestran un resultado diferente. En efecto, de acuerdo a la medición del empleo que realiza periódicamente el Departamento de Economía de la Universidad de Chile, el empleo en la Región Metropolitana creció con bastante dinamismo (4,5% entre junio 1990 y junio 1991) y la tasa de desocupación, en lugar de crecer, se redujo de 9,7% a 8,3% en este lapso. (Cuadro 11 y gráfico 8).

GRAFICO 8

TASAS DE DESOCUPACION
(Porcentajes)



IV. **LA INFLACION**

La trayectoria de la inflación en 1990 y 1991 ha estado influida por variados factores, entre los que han destacado la tendencia creciente que el proceso inflacionario mostraba hacia fines de 1989, la política de ajuste aplicada en 1990 y algunas presiones de costo que se manifestaron en el período.

El resultado neto de estos elementos ha sido favorable, pues se ha logrado revertir el proceso de aceleración de los precios que había llevado la tasa anualizada de inflación a 30% hacia fines de 1989. En efecto,el hecho de que en los primeros ocho meses del año el alza acumulada de los precios al consumidor haya sido de 11,4% y el control logrado en el campo monetario y fiscal permiten prever que durante 1991 la inflación será del orden de 18%, cifra sustancialmente más baja que el 27% registrado en el año anterior. (Cuadro 12).

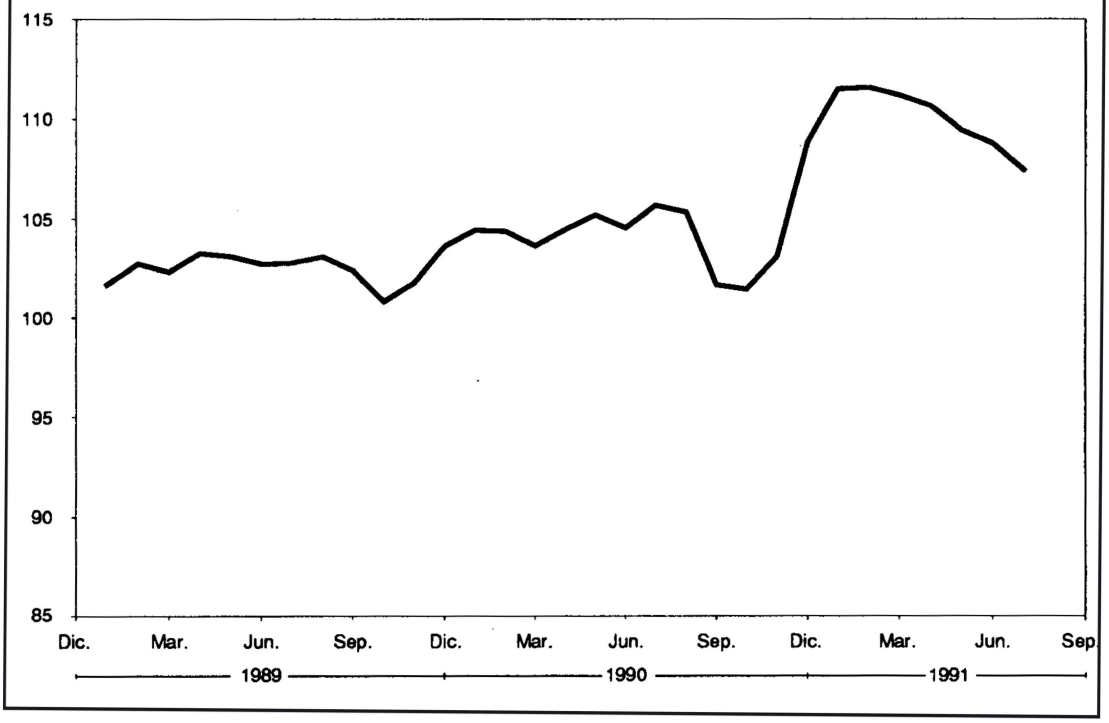
Cabe recordar que el control de la demanda agregada ejercido en 1990 a través de la intensificación de la restricción monetaria y de una política fiscal austera, permitió que la tendencia creciente de las alzas de precios se frenara hacia mediados de 1990 Con ello, la tasa anualizada de inflación entre mayo y julio se redujo a 25%. Sin embargo, lograr este resultado no fue fácil, ya que el esfuerzo de estabilización enfrentó en este período importantes obstáculos generados por las sucesivas alzas de costos, asociadas a los efectos adversos de la sequía en el precio de los alimentos, el reajuste de 44% del salario mínimo en junio y la elevación en julio del impuesto al valor agregado de 16 a 18%. Por el contrario, el control antinflacionario se vio favorecido por el hecho de que el tipo de cambio nominal permaneció casi constante entre enero y julio. Con todo, la principal causa de la reversión de la tendencia creciente del proceso inflacionario fue la restricción de la demanda interna, inducida por el alza de las tasas de interés y por el control estricto del gasto público.

Sin embargo, el avance hacia la estabilización de los precios se vio interrumpido por la sustancial alza en los precios internacionales del petróleo causada por la invasión de Kuwait a comienzos de agosto de 1990. Sin embargo, la decisión del Banco Central de mantener su política monetaria durante esa adversa coyuntura permitió que, hacia fines de 1990 y comienzos de 1991, se evidenciaran con claridad los frutos de la política de ajuste, al registrarse inflaciones mensuales menores a 1%. Así, en el cuatrimestre comprendido entre noviembre de 1990 y febrero de 1991 el aumento acumulado de los precios al consumidor fue de apenas 2%. No obstante, estas cifras eran ciertamente inferiores a la tendencia subyacente del proceso inflacionario y en ellas influyeron en forma importante tanto la regularización en los precios de algunos productos alimenticios que habían registrado valores anormalmente altos en septiembre y octubre, como la reducción del precio de los combustibles.

Pero así como en ese lapso las tasas mensuales de inflación fueron excepcionalmente bajas, así también las alzas de los precios en los meses siguientes se ubicaron por arriba de la tendencia. Un factor importante en el aumento transitorio de la inflación -que alcanzó particular fuerza en mayo- fue el alza en el precio de los alimentos, derivada, en parte, de las medidas de precaución tomadas para enfrentar el brote de cólera.

GRAFICO 9

INDICE DE REMUNERACIONES REALES
(Diciembre 1982 = 100)



Otros factores que contribuyeron a elevar la inflación en esos meses fueron la lentitud con que reaccionaron la producción y las importaciones ante la súbita y pronunciada elevación de las ventas y la magnitud que alcanzó el alza estacional del vestuario.

Sin embargo, la variabilidad registrada en los índices mensuales de inflación entre septiembre de 1990 y mayo de 1991 no fue provocada sólo por las fluctuaciones en el precio del petróleo y por el efecto de otros eventos difíciles de prever, sino también por el impacto de la fuerte estacionalidad que presentan algunos bienes incluidos en el índice de precios al consumidor. Esta última se manifiesta especialmente en los rubros de alimentos y vestuario, en los que las oscilaciones de los precios de temporada generan una importante inestabilidad del IPC mensual . Esto explica, por ejemplo, el porqué en septiembre y octubre de cada año la inflación suele ser mayor al promedio mensual, mientras que en febrero y agosto ocurre normalmente lo contrario. (Cuadro 13).

Una consecuencia importante del errático comportamiento de la variación mensual del índice de precios al consumidor durante este período fue la significativa fluctuación del poder adquisitivo de los salarios. Así, luego de sufrir una caída importante a raíz del rebrote inflacionario de septiembre y octubre del año pasado, las remuneraciones reales se incrementaron marcadamente (10%) entre noviembre de 1990 y febrero de 1991, a consecuencia del efecto combinado de la inflación excepcionalmente baja que se registró en ese período y de los reajustes de los salarios nominales que se basaron en la inflación particularmente alta de los meses anteriores. Con posterioridad, en la medida que las tasas mensuales de la inflación se elevaron y que se moderaron los reajustes nominales de las remuneraciones, se revirtió parte del alza de los salarios reales. (Gráfico 9 y cuadro 14).

En alguna medida por esta causa, y en parte por la creciente convergencia del ritmo de crecimiento de las ventas y de la producción y, fundamentalmente, por la mantención del control monetario y fiscal y por el efecto de la baja de los aranceles, es probable que en 1991, la inflación anual se ubique en torno al 18%, lo que revelaría el avance significativo logrado en el campo de la estabilización.

No obstante este importante logro, cabe preguntarse si sería posible progresar en forma más rápida en el control y reducción de la inflación de modo de alcanzar niveles comparables con los de las economías desarrolladas.

Para un análisis realista de este tema debe considerarse, en primer lugar, que la mayoría de los episodios de alta inflación ocurridos en Chile y en otros países de América Latina han tenido su origen en el intento de mantener un nivel de gasto agregado superior a las posibilidades reales de la economía o, alternativamente, en el desencadenamiento de una crisis en la balanza de pagos. A partir de los brotes inflacionarios causados por los excesos de demanda o por las fuertes devaluaciones, ha sido habitual que las expectativas y la indización propaguen luego las alzas de precios a través de la economía. Ello, y las vacilaciones en combatir estas incipientes espirales inflacionarias mediante la aplicación oportuna de medidas restrictivas en el campo monetario y fiscal, han contribuido a que el alza continua de los precios llegue a ser un proceso crónico o explosivo.

La política macroeconómica aplicada durante 1990 y 1991 ha sido rigurosa en controlar estas causas básicas de la aceleración de los precios. De hecho, se ha logrado dominar la tendencia creciente de la inflación causada por el exceso de gasto acumulado en los dos años anteriores y se ha alcanzado una sólida posición de reservas internacionales, que garantiza la estabilidad de los pagos externos aun en el caso de eventuales adversidades.

En segundo lugar, cualquier política de estabilización realista debe tomar en cuenta las consecuencias sobre el funcionamiento de la economía chilena de su larga historia inflacionaria. En efecto, hace ya medio siglo que la inflación ha alcanzado cifras de dos o más dígitos, oscilando, en promedio, en torno al 40% anual. Esta persistencia del proceso inflacionario ha llevado a los agentes económicos a desarrollar mecanismos de indización para proteger el poder adquisitivo de sus contratos e ingresos. Así, una parte significativa de las variaciones en los salarios, las rentas, y el tipo de cambio está directamente ligada al comportamiento del índice de precios al consumidor durante el período inmediatamente anterior. Con ello, la inflación se retroalimenta y tiende a perdurar.

En estas circunstancias, para doblegar la inflación, el Banco Central puede seguir dos caminos. Uno es intentar reducir el incremento en los costos salariales y las expectativas de inflación de los agentes económicos mediante una disminución del ritmo de aumento de la demanda interna, tal como se hizo en 1990 a través del alza de las tasas de interés. Por cierto, mientras más drástico sea este tipo de ajuste, más rápidamente puede controlarse la inflación, pero también mayores son los costos que se generan en términos de producción, empleo e inversión.

La segunda opción para el Banco Central es moderar el crecimiento de los costos no salariales y de los precios, a través del tipo de cambio. Sin embargo, en la medida en que la baja del tipo de cambio real resultante de esta política, no sea sostenible en el largo plazo,

al seguirse este camino se crean las condiciones para una futura crisis de balanza de pagos, con los consiguientes efectos negativos sobre la inflación en un horizonte más largo.

De este modo, surge la conveniencia de seguir una estrategia de estabilización gradual en que, junto con mantenerse políticas monetarias restrictivas y el indispensable equilibrio de las cuentas del sector público, se aprovechen los incrementos de la productividad como factor de contención de las alzas de costos y se diseñen mecanismos tendientes a que los reajustes de las remuneraciones, las tarifas y el tipo de cambio se hagan sobre la base de la inflación esperada y no de la inflación pasada.

Esta estrategia no sólo evita a la economía pasar por frecuentes ajustes, sino que permite además disminuir los costos de éstos, al dar más tiempo a los empresarios y trabajadores para adecuarse a las nuevas condiciones. Naturalmente, el mayor o menor éxito de seguir este camino no es independiente del nivel que alcancen los reajustes de las remuneraciones tanto en el sector privado como en el público. En este campo, la contribución que pueden hacer los trabajadores, los empresarios y el gobierno es fundamental. Para ello, es preciso desarrollar la conciencia de que es más eficiente y duradero que las ganancias en los salarios reales se logren a través de alzas de la productividad y de reducciones sistemáticas de la tasa de inflación que a través de reajustes de las remuneraciones nominales basados en la inflación pasada.

En resumen, para avanzar por la senda de la estabilización, el Banco Central debe mantener permanentemente una política monetaria y cambiaria que evite que el gasto agregado de la economía supere la capacidad productiva o que se ponga en riesgo el financiamiento de la balanza de pagos. Sin embargo, la velocidad con que pueda lograr su objetivo de reducir la inflación en Chile a niveles similares a los existentes en las economías industrializadas depende también crucialmente de la contribución del Fisco, los empresarios y los trabajadores.

V. EL SECTOR EXTERNO

A. La balanza de pagos

1. La cuenta corriente

Al término del primer semestre de 1991, la cuenta corriente de la balanza de pagos cerró con un superávit de algo más de US$ 200 millones. Este resultado representó un cambio considerable con respecto al obtenido en el mismo período del año anterior, durante el cual se registró un saldo negativo de US$ 520 millones. A generar este vuelco de US$ 725 millones contribuyeron todos los componentes principales de la cuenta corriente. Así, en tanto que el superávit de la balanza comercial subió 39%, los saldos negativos de los servicios financieros y no financieros se redujeron 13% y 67%, respectivamente. (Cuadro 15).

La favorable evolución del saldo comercial reflejó, a su vez, la dispar trayectoria de las exportaciones -que entre enero y julio subieron casi 6%- y de las importaciones- que en ese lapso bajaron 1%.

El incremento de las ventas externas se alcanzó a pesar de la merma de 3% del valor de las exportaciones de cobre, las cuales se vieron afectadas por la caída de 11% que registró el precio medio del metal entre enero y julio de 1990 y el mismo período de 1991. Por el contrario, las demás exportaciones subieron 12%, continuando así su vigorosa expansión de los cinco años anteriores. Entre éstas, las ventas externas de los catorce productos principales distintos del cobre crecieron cerca de 10% mientras que las exportaciones no tradicionales se elevaron más de 15% . (Cuadro 16).

Como consecuencia de estos cambios, durante los primeros siete meses de 1991 siguió diversificándose la estructura de las exportaciones: mientras la participación relativa de las ventas de cobre cayó por debajo de 40%, la de las exportaciones no tradicionales -que en 1988 alcanzaba a sólo 19% -subió a casi 27%, y la de los otros productos principales se mantuvo en alrededor de 35%. Entre éstos crecieron fuertemente las ventas de metanol (50%), hierro (34%), oro metálico y metal doré (29%) y fruta fresca (24%), mientras que entre los rubros no tradicionales se destacó la expansión de las exportaciones de jugos de fruta -que aumentaron 140%- y de calzado, muebles, frutas congeladas, chips de madera, vino y salmón, las cuales subieron entre 47% y 65%. (Cuadros 17 y 18).

Por el contrario -y como ya se señaló- el valor total de las importaciones disminuyó ligeramente. Este resultado -a primera vista sorprendente si se tiene en cuenta la fuerte alza del ritmo de crecimiento de la economía en la primera mitad de 1991- constituyó el efecto neto de las tendencias muy disímiles que mostraron los distintos componentes de las importaciones.

Así, las importaciones de bienes de consumo -que entre 1987 y 1989 se

expandieron casi 75%, pero que en 1990 disminuyeron 1% como resultado de la política de ajuste - se elevaron marcadamente a partir de mayo y crecieron 18,5% en el período enero-julio. En cambio, las importaciones de bienes de capital -que también subieron más de 75% en el bienio 1988-89 y que siguieron ampliándose con vigor en 1990 -disminuyeron 21% en los primeros siete meses de 1991. Por su parte, las importaciones de combustibles subieron en ese lapso más de 14% en tanto que las de los demás bienes intermedios se incrementaron cerca de 5%, recuperándose así, de la moderada baja que ellas experimentaron en 1990.

La evolución de las importaciones fue también muy distinta en los primeros cuatro meses del año -en que disminuyeron 5%- y en el trimestre mayo-julio -en el que se elevaron 4,5%. Este vuelco reflejó el efecto rezagado de la aceleración del crecimiento de la actividad económica que se produjo en el primer semestre de 1991 y sugiere -conjuntamente con el aumento de los informes de importación- que las compras externas de bienes debieran seguir una tendencia ascendente en los meses finales del año.

Por otra parte, durante el primer semestre de 1991 continuó la mejoría que desde 1989 viene mostrando el resultado de la cuenta de servicios no financieros. De hecho, el déficit de algo más de US$ 90 millones que se registró durante la primera mitad del año equivalió a menos de un tercio del correspondiente al mismo período del año anterior de 1990. (Cuadro 15).

La principal causa de este cambio fue, una vez más, la favorable evolución de la partida de "Viajes". En efecto, ésta -que incluye los ingresos y egresos por concepto de turismo-, luego de arrojar un déficit de US$ 220 millones en 1988 y de cerrar en virtual equilibrio en el año siguiente, generó un superávit de cerca de US$ 60 millones en 1990, el cual siguió incrementándose en 1991. A su vez, este favorable comportamiento se explica básicamente por el fuerte aumento del número de turistas ingresados al país, que subió de cerca de 800.000 personas en 1988 a más de 910.000 en 1990. En lo corrido del año -y en especial durante la denominada "temporada alta" que comprende el primer trimestre -esta tendencia ascendente se acentuó, con lo cual en 1991 se excederá en una proporción significativa el gasto de cerca de US$ 500 millones que efectuaron los turistas extranjeros en 1990.

En la primera mitad del año disminuyó, asimismo, el saldo negativo que tradicionalmente genera la cuenta de servicios financieros. Este se redujo en más de US$ 160 millones entre el primer semestre de 1990 y el período correspondiente de 1991. Esta merma obedeció a dos factores principales: por una parte, la baja sustancial de los pagos de intereses de la deuda externa causada por el descenso de las tasas internacionales de interés; por otra, el incremento también considerable de los intereses recibidos desde el exterior como efecto del aumento de US$ 2.700 millones que tuvieron las reservas internacionales netas de Chile entre fines de 1990 y junio de 1991.

2. La cuenta de capital

En el primer semestre de 1991, se produjo un vuelco en la cuenta de capitales, la cual, tras generar un superávit de más de US$ 1.400 millones en la primera mitad de 1990, registró un saldo negativo de US$ 50 millones. (Cuadro 15).

La causa principal de este cambio fue la abrupta caída del flujo neto de créditos de corto plazo, que durante la primera mitad de 1991 fue casi US$1.200 millones más bajo que en el mismo período del año anterior. Este descenso se originó básicamente en una disminución muy apreciable de las líneas comerciales bancarias y en un menor endeudamiento del sector público no financiero. A su vez, el primero de esos fenómenos se explica en buena medida por la decisión adoptada en marzo, de autorizar que los bancos pudieran destinar un monto equivalente al 30% de sus depósitos a plazo en moneda extranjera al financiamiento de operaciones de comercio exterior, proporción que fue alzada a 40% en abril y a 60% a comienzos de mayo. Debido a que el costo de dichos depósitos es más bajo que el de las líneas de crédito, el sector bancario canceló estas últimas en forma masiva durante el segundo trimestre. Por su parte, la disminución del endeudamiento del sector público no financiero reflejó principalmente la política adoptada por Codelco de reducir en forma sistemática sus pasivos externos de corto plazo.

Al vuelco de la cuenta de capitales contribuyó asimismo -aunque en una proporción mucho menor- la disminución de la entrada de inversiones y de créditos de mediano y largo plazo, cuyo monto total bajó de US$ 960 millones en el primer semestre de 1990 a US$ 680 millones en el lapso equivalente de 1991.

Entre esos períodos, la inversión extranjera efectiva neta cayó de US$ 340 a US$ 170 millones, en gran medida debido a la pronunciada baja que experimentaron los desembolsos de los fondos de inversión extranjera. Los desembolsos de los créditos asociados a la inversión extranjera ingresada bajo el Decreto Ley 600 mostraron una evolución similar, al disminuir de casi US$ 450 millones en el primer semestre de 1990 a menos de US$ 280 millones en la primera mitad de 1991. En cambio, la inversión extranjera directa se elevó desde casi US$ 130 millones a cerca de US$ 220 millones. El monto de los otros créditos de mediano y largo plazo desembolsados durante este lapso -entre los cuales se incluye los US$ 200 millones correspondientes a los bonos de la República de Chile que fueron suscritos por veinte bancos extranjeros como parte del proceso de renegociación de la deuda externa- excedió asimismo al registrado en el primer semestre de 1990.

3. **Reservas internacionales**

Luego de aumentar de US$ 2.940 millones en diciembre de 1989 a US$ 5.350 millones al término de 1990, las reservas internacionales netas continuaron incrementándose hasta marzo de 1991, cuando alcanzaron un máximo histórico de US$ 5.835 millones. Sin embargo, como resultado de las medidas adoptadas por el Banco Central para disminuir sus pasivos en moneda extranjera y reducir el ingreso de capitales de corto plazo, ellas bajaron en los cuatro meses siguientes en cerca de US$ 300 millones. No obstante, entre julio y mediados de septiembre se incrementaron en US$ 50 millones sobrepasando ligeramente los US$ 5.600 millones.

B. **La deuda externa**

En 1991, se reanudó la tendencia descendente que la deuda externa venía siguiendo desde 1987 y que se interrumpió temporalmente en 1990. En ese año la deuda aumentó US$ 1.060 millones como resultado principalmente del desembolso de cuantiosos

créditos asociados a la inversión extranjera y del proceso de creciente normalización de la posición de Chile en el mercado financiero internacional. Ese incremento de la deuda total obedeció, empero, exclusivamente al mayor endeudamiento del sector privado, que se elevó en US$ 1.410 millones. La deuda del sector público se redujo, en cambio, en US$ 240 millones y la del Banco Central con el Fondo Monetario Internacional bajó en casi US$ 120 millones. Esta dispar evolución del endeudamiento público y privado con el exterior persistió en los primeros siete meses de 1991: mientras el primero se contrajo en US$ 1.150 millones, el segundo se incrementó en US$ 130 millones. Al mismo tiempo disminuyó una vez más la deuda del Banco Central con el Fondo Monetario Internacional. En estas circunstancias, la deuda externa total fue en julio 6,4% más baja que en diciembre de 1990 y levemente inferior a la registrada a fines de 1989. (Cuadro 19).

En 1991 cambió, además, significativamente la estructura de plazos de la deuda. En efecto, la participación del endeudamiento de corto plazo -que había subido continuamente en los tres años anteriores- cayó en forma pronunciada, desde algo más de 18% en diciembre de 1990 a 13% en julio de 1991. Esta disminución -que fue especialmente marcada en el caso del sector público- se debió al menor uso de líneas de corto plazo en respuesta a las políticas aplicadas por el Banco Central con miras a desalentar la entrada de capitales de corto plazo y a disminuir sus pasivos en moneda extranjera. Así, también la causa de la disminución de la deuda externa fue diferente en 1991 que en el período 1986-1989, durante el cual las obligaciones con el exterior se redujeron como resultado de las operaciones de conversión de deuda externa. Estas operaciones desaparecieron en 1991 al disminuir su rentabilidad a raíz de la marcada y sostenida alza de la cotización internacional de los títulos chilenos, desde 61% a fines de 1989 a 74% al término de 1990 y a 90% a mediados de 1991.

Por último, en junio, Chile se constituyó en el primer país latinoamericano que firmó un contrato de reducción de deuda externa bajo la llamada Iniciativa Bush para las Américas. Esta iniciativa corresponde a una proposición del Presidente de Estados Unidos anunciada a mediados de 1990 e incluye la posibilidad de reducir la deuda externa que tengan países latinoamericanos con agencias gubernamentales norteamericanas a cambio de proyectos de desarrollo ecológico. El primer contrato firmado en la materia correspondió a créditos agrícolas, que se redujeron en 40%, con lo cual la deuda correspondiente bajó de US$ 40 millones a US$ 24 millones. A su vez, la tasa de interés se rebajó a 3%, estableciéndose además la posibilidad de que los intereses puedan ser pagados en pesos en un fondo especial para proyectos ecológicos.

VI. **PERSPECTIVAS**

En lo que resta de 1991, se espera un desempeño satisfactorio de la economía, particularmente en lo que concierne a la inflación, el crecimiento y la balanza de pagos.

En ausencia de choques externos o internos, 1991 terminará con un alza de los precios al consumidor del orden de 18%. Este pronóstico se fundamenta en la evolución previsible durante el último cuatrimestre de los principales factores determinantes de la inflación. Entre éstos, los más importantes son la política monetaria y fiscal. En el caso de la última, se espera que el equilibrio entre ingresos y gastos públicos mantenido en lo corrido del año persista en los próximos meses, evitándose con ello que desde el lado del sector público se generen presiones inflacionarias. A su vez, la política monetaria -que cumplió un papel reactivador durante los primeros meses del año mediante la reducción de la tasa de interés de los documentos del Banco Central -contribuirá a que la demanda agregada aumente en el último cuatrimestre a un ritmo compatible con el crecimiento proyectado de la actividad económica y la evolución prevista de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Las proyecciones monetarias para 1991 prevén un incremento real de 9% del dinero del sector privado en el año, el cual es coherente con una expansión de aproximadamente 5% de la actividad económica y con un descenso de la inflación de 27% a fines de 1990 a alrededor de 18% al término de 1991. Dicha proyección tiene en cuenta, además, los fuertes cambios que experimenta la demanda de dinero a causa de las variaciones estacionales tanto de la actividad económica como de la inflación y de eventos como las Fiestas Patrias, la Navidad y el Año Nuevo, que contribuyen a que en septiembre y diciembre la demanda de saldos monetarios reales aumente marcadamente. Esas alzas en la demanda -a las que, como ya se explicó, la oferta de dinero se ajusta pasivamente- implicarán un incremento de los saldos monetarios reales en el último cuatrimestre, como resulta claro si se tiene en cuenta que la variación acumulada real del dinero (M1A) en los primeros ocho meses del año fue de 3,4%.

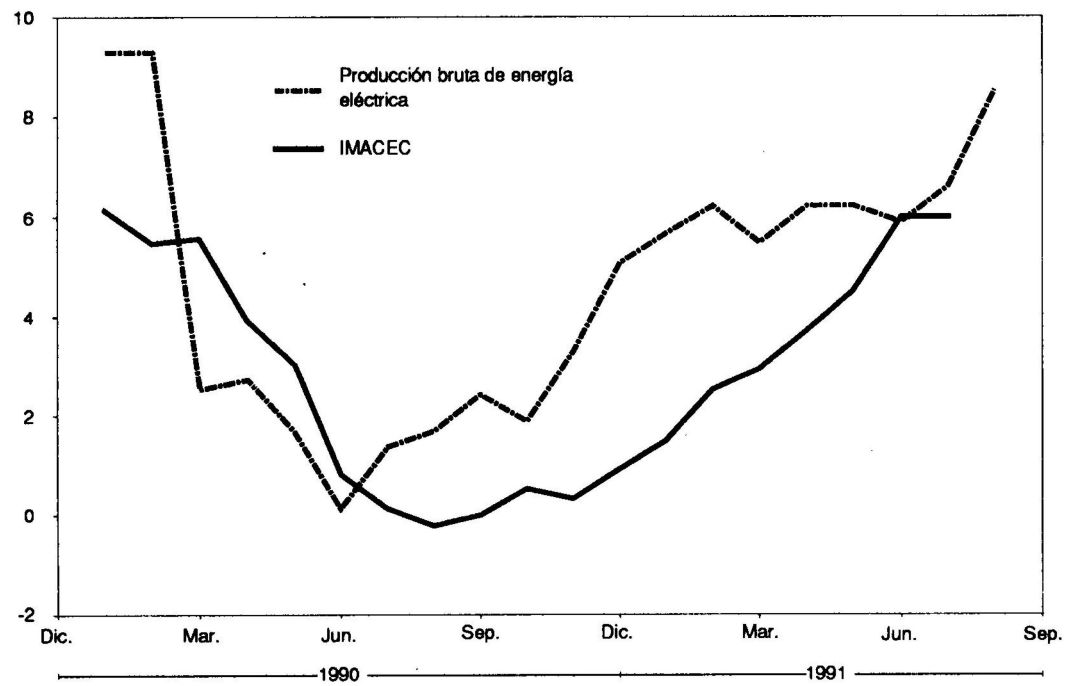
En los próximos meses persistirá la recuperación del ritmo de crecimiento económico, con lo cual el producto geográfico bruto aumentará alrededor de 5% en 1991. La expansión de la economía será impulsada por el incremento del volumen de las exportaciones y del consumo y representará la continuación del claro repunte que la actividad económica mostró ya en el segundo trimestre, durante el cual el producto creció 5,6%. De hecho, como lo sugieren tanto el alza del IMACEC en julio como el sostenido aumento en el tercer trimestre de la producción de energía eléctrica -que tiende a anticipar los cambios en la actividad económica- es probable que en ese lapso el producto geográfico bruto crezca nuevamente más de 5%. (Gráfico 10). En cambio, en el último trimestre del año la variación en doce meses de la actividad económica debería moderarse, en razón de la recuperación que ella experimentó en los meses finales de 1990.

En el sector externo, continuarán creciendo con vigor las exportaciones. En efecto, se prevé que las ventas externas de productos distintos del cobre serán más elevadas en lo que resta del año que en el primer semestre. En tanto que durante éste, ellas subieron casi 11%, en el año completo su aumento sería de 16%. La causa principal de esta

GRAFICO 10

PRODUCCION BRUTA DE ENERGIA ELECTRICA E IMACEC

(Variación porcentual en 12 meses de los promedios móviles trimestrales)



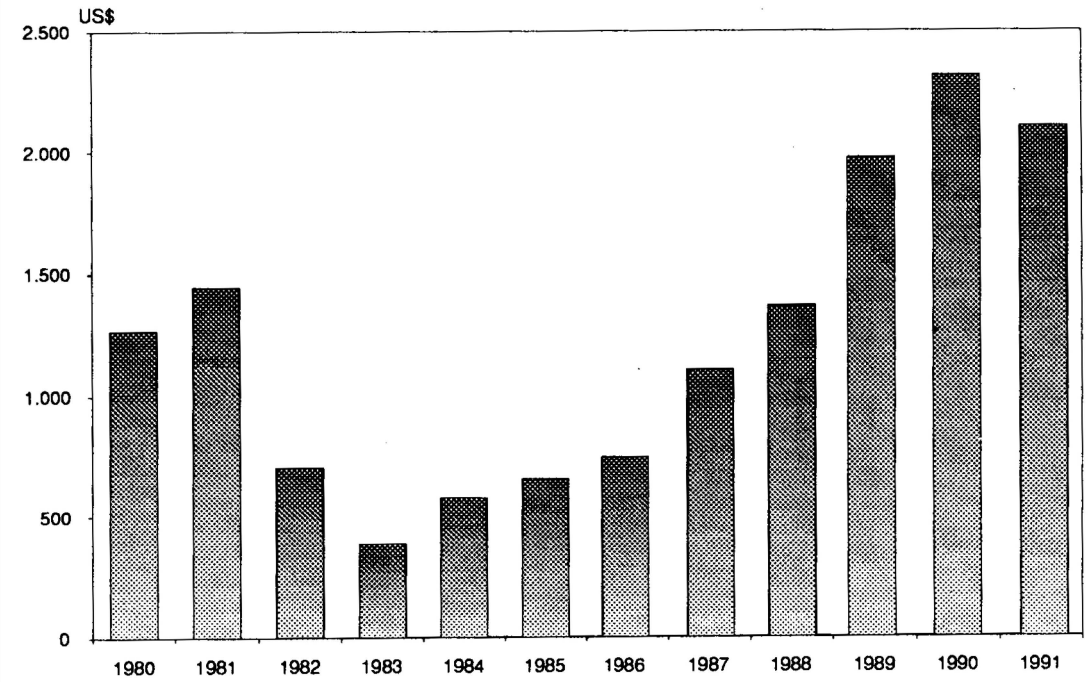
trayectoria más dinámica será la entrada en operación de significativas inversiones en actividades orientadas hacia el mercado externo, en particular en rubros vinculados a la industria forestal. Al mismo tiempo, se espera que los precios medios de estas exportaciones- que sufrieron un deterioro significativo en 1990- se recuperen, estimándose que se elevarán, en promedio, alrededor de 4% respecto del año anterior.

Por su parte, el volumen de las exportaciones de cobre crecerá 8% en 1991, como resultado, principalmente, de la entrada en operación plena del yacimiento de La Escondida. A su vez, se estima que el precio medio del cobre será de 104 centavos por libra, en contraste con el de 121 centavos registrado en 1990. En lo que respecta a las importaciones, la recuperación iniciada en el período mayo-julio de 1991 se acentuará en los últimos cinco meses del año, durante los cuales se estima subirán 7%. Este aumento será impulsado por la continua expansión de la actividad económica, por la necesidad de reponer los inventarios de bienes importados y por el efecto de la baja de los aranceles.

El incremento de las importaciones se concentrará en los bienes distintos al petróleo, en tanto que el valor de las importaciones de combustibles descenderá 34% respecto del de los mismos meses de 1990, durante los cuales el precio internacional del petróleo subió abruptamente como resultado de la invasión de Kuwait. Se estima, asimismo, que las importaciones de bienes de capital- que han disminuido 21% en lo que va corrido del año- se recuperarán parcialmente en los meses restantes, con lo cual su monto al finalizar el año, si bien más bajo que el registrado en 1990, será similar al de 1989 y superará al de cualquiera de los años precedentes del decenio pasado. (Gráfico 11).

GRAFICO 11

IMPORTACIONES DE BIENES DE CAPITAL
(Millones de dólares)



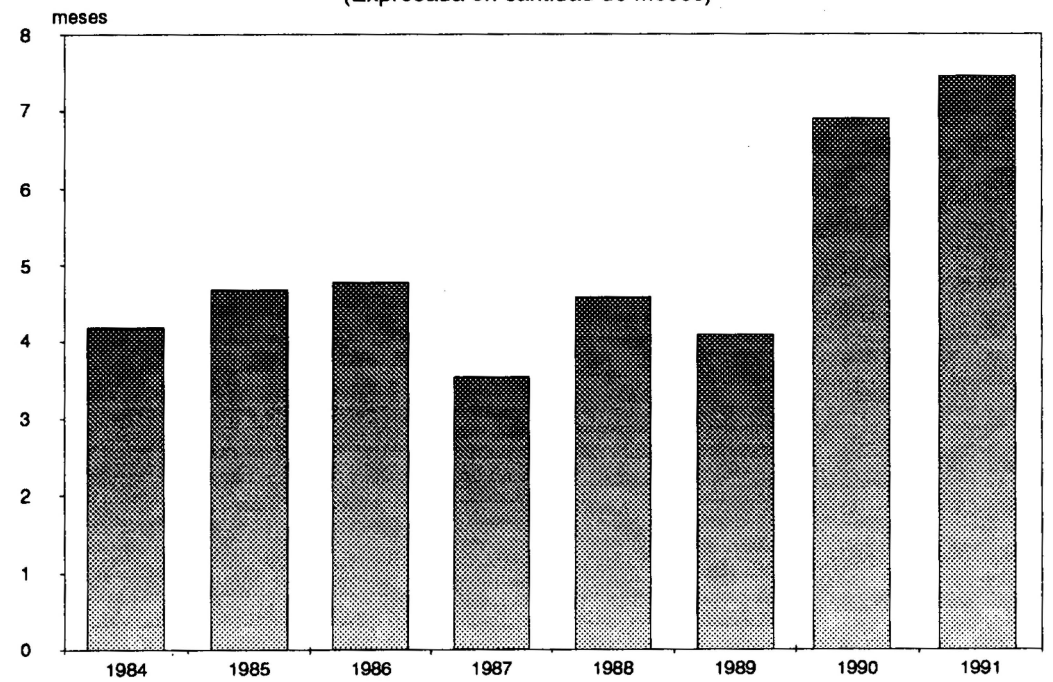
Como resultado de estos cambios en las compras y ventas externas, el superávit de la balanza comercial bordeará los US$ 1.500 millones. Los egresos netos por servicios no financieros y transferencias aumentarán con respecto al segundo semestre de 1990, en parte por el comportamiento esperado del comercio exterior, que contribuirá a elevar los gastos por fletes y otros servicios relacionados. Lo mismo sucederá con los servicios financieros debido a las mayores remesas de utilidades de la inversión extranjera. A su vez, el crecimiento de éstas se explica porque la inversión extranjera subió en forma importante en 1990, por la entrada en operación de proyectos como La Escondida, y porque se cumplió el plazo mínimo tras el cual las inversiones realizadas con pagarés de deuda externa están autorizadas para comenzar a remesar las utilidades devengadas durante los primeros cuatro años.

Como resultado del superávit previsto de la balanza comercial, de transferencias unilaterales de algo más de US$ 300 millones, y de egresos netos de servicios financieros y no financieros del orden de US$ 2.300 millones, la cuenta corriente generaría un déficit de aproximadamente US$ 500 millones en 1991.

Al igual que en años anteriores, este saldo negativo será más que financiado por el ingreso neto de capitales, que se estima alcanzarán a unos US$ 900 millones. Entre los componentes de la cuenta de capitales, se prevé una baja de la inversión extranjera efectiva neta de US$ 590 millones en 1990 a casi US$ 335 millones en 1991. Esta baja se explica en parte por una caída de US$ 200 millones en los desembolsos de los fondos de inversión y por el considerable aumento de la inversión de chilenos en el exterior (la cual alcanzaría a US$ 120 millones). Por el contrario, la inversión extranjera directa realizada conforme al DL 600 y al Capítulo XIV se elevaría de US$ 235 millones en 1990 a US$ 450 millones en 1991.

GRAFICO 12

RELACION RESERVAS INTERNACIONALES / IMPORTACIONES DE BIENES Y SERVICIOS
(Expresada en cantidad de meses)



Los créditos asociados a la inversión extranjera y otros préstamos de mediano y largo plazo ascenderían a cerca de US$ 2.000 millones. Las amortizaciones alcanzarán, a su vez, a aproximadamente US$ 925 millones.

En estas circunstancias, y teniendo además en cuenta la partida de errores y omisiones, se estima que la balanza de pagos cerrará en 1991 con un superávit de algo más de US$ 700 millones de dólares. Con ello, las reservas internacionales netas subirían a US$ 5.900 millones, monto suficiente para financiar 7,4 meses de importaciones de bienes y servicios. (Gráfico 12).

SEGUNDA PARTE

Perspectivas y Proyecciones Macroeconómicas para 1992

I. BASES PARA UN CRECIMIENTO SOSTENIBLE

La evolución de la economía durante 1992 estará determinada en grado importante por las políticas económicas que se apliquen durante ese año, como también por lo realizado durante 1991 y por la coyuntura externa.

La generación de nueva capacidad productiva que se ha estado efectuando, tanto en rubros exportables como en aquellos que abastecen el mercado interno, constituye la base fundamental de un crecimiento sostenible de la actividad económica. La existencia de un nivel de demanda agregada compatible con la capacidad de producción es, asimismo, un factor determinante de la posibilidad de crecer y simultáneamente, de reducir la inflación. Este equilibrio macroeconómico básico entre oferta y demanda agregada depende, en gran medida, de la política monetaria y fiscal, pues tanto la liquidez monetaria como el balance fiscal afectan, de manera decisiva, a los equilibrios macroeconómicos.

Además del equilibrio macroeconómico entre oferta y demanda agregada, el avance hacia la estabilidad del nivel de precios depende de la ausencia de restricciones artificiales en el mercado. En ciertas ocasiones en el pasado, el atraso excesivo del tipo de cambio o los controles arbitrarios de precios, sirvieron para reprimir transitoriamente la inflación, pero alcanzaron ese objetivo al costo de acumular crecientes y, a la postre, incontrolables presiones inflacionarias o graves desequilibrios en la balanza de pagos. En contraste, la política de ajuste aplicada desde 1990 no ha recurrido a ningún mecanismo artificial de represión de los precios y, por consiguiente, para 1992 no hay herencias negativas al respecto. En estas circunstancias, y en la medida que se mantenga el equilibrio fiscal, la política monetaria diseñada para 1992 permitirá continuar reduciendo la inflación, la que se ubicaría en un rango de 13 a 16%.

Por otra parte, se estima que la economía debiera continuar creciendo durante 1992 a un ritmo de alrededor de 5%.

El logro de un crecimiento más vigoroso y sostenido de la economía requiere, entre otras condiciones, de coeficientes de inversión mayores que los registrados en los últimos años. De hecho, los coeficientes de formación bruta de capital fijo de 18,6% y 19,5% alcanzados en 1989 y 1990, respectivamente, y el de 18% estimado para 1991 - si bien significativamente más altos que el de 15,5% registrado, en promedio, en los dos decenios pasados - permiten una expansión de la capacidad productiva del orden de 5%. Por ende, de no mediar un alza del coeficiente de inversión, impulsar un crecimiento económico sustancialmente mayor, no sería sostenible en el tiempo y generaría presiones inflacionarias que, más temprano que tarde, exigirían aplicar políticas de ajuste que terminarían por afectar tanto a la expansión de la economía como al empleo. De allí, la conveniencia de adoptar medidas que conduzcan a una elevación significativa de los niveles de ahorro e inversión.

Con todo - y al margen de lo indispensable que resulta esa tarea en el mediano plazo - cabe señalar que en 1992 no estarán presentes dos factores que tendieron a limitar la formación de capital a partir de 1990. Estos dos factores - interrelacionados entre sí - fueron

la reducción del ritmo de expansión de la demanda agregada y el alza de las tasas de interés. Como es sabido, ambos pueden desalentar transitoriamente el desarrollo de nuevos proyectos de inversión. En efecto, por una parte, la percepción de una demanda menos dinámica disminuye el atractivo de aumentar la oferta, en tanto que las tasas de interés más altas elevan los costos de producción y reducen la rentabilidad de las inversiones. Como tanto los cambios en la demanda agregada como en las tasas de interés actúan con algún rezago sobre la inversión, su evolución en 1990 indujo al sector privado a postergar la ejecución de ciertos proyectos en 1991.

Por el contrario, durante 1992 la demanda agregada se habrá normalizado, la actividad económica aumentará en torno al 5% por segundo año consecutivo y las tasas de interés medias serán inferiores a las registradas en 1990 y serán también más bajas que las del primer semestre de 1991. Por otra parte, la consolidación de importantes modificaciones institucionales - como las reformas laboral y tributaria - contribuirá a eliminar la natural incertidumbre que ellas generaron inicialmente, con lo cual también, por este concepto, mejorará el ambiente para las inversiones. Por último, el proceso de formación de capital se verá fortalecido por la expansión programada de las inversiones públicas y por la activa presencia de la inversión extranjera.

Como la evolución del sector externo está relacionada con la política cambiaria, ésta se orientará a mantener un tipo de cambio real efectivo relativamente alto como es el actual y que equivale al nivel medio registrado en el período 1985-90. (Gráfico 9). Con este fin, se continuará ajustando diariamente el tipo de cambio acuerdo conforme a la diferencia entre la inflación interna y la inflación externa relevante para nuestro comercio exterior y se mantendrá la banda de flotación del dólar. En esta forma, el Banco Central impedirá que el valor de la divisa - que constituye un precio clave para la correcta asignación de los recursos- sea alterado por eventos de corto plazo.

En síntesis, durante 1992 la actividad económica continuará creciendo a un ritmo parecido al que se registrará en el presente año. Su expansión será liderada, una vez más, por las exportaciones, cuyo volumen aumentará en torno al 9%. El coeficiente de inversión en capital fijo se situará sobre el logrado en 1991, alcanzando a 19% del producto geográfico bruto -lo que permitirá ampliar significativamente la capacidad productiva hacia 1993, asegurando así un crecimiento sostenible en el futuro. Al mismo tiempo disminuirá una vez más la inflación. (Cuadro 20).

II. LA BALANZA DE PAGOS

Se estima que en 1992 la balanza de pagos generará nuevamente un superávit, aunque éste será bastante menor (US$ 340 millones) que el que se espera alcanzar en 1991 (US$ 720 millones). Simultáneamente, la composición de la balanza de pagos experimentaría significativos cambios, pues tanto el déficit en la cuenta corriente como el superávit de la cuenta de capitales se incrementarían en forma considerable. (Cuadro 21).

El saldo negativo de la cuenta corriente subiría de US$ 500 millones en 1991 a US$ 1.325 millones en 1992. Como proporción del producto geográfico bruto, ello significaría que el déficit aumentaría de 1,7% a 4%. El mayor déficit proyectado obedece principalmente a la expectativa de una baja de 12 centavos de dólar en el precio medio del cobre -lo que reduciría los ingresos en aproximadamente US$ 400 millones- así como a la estimación de un incremento considerable de las importaciones. Por ello, si el déficit se recalcula con un precio real constante del cobre, él subiría, como proporción del producto, sólo de 3,8% en 1991, a 4,7% en 1992.

A su vez, se espera que las importaciones -que registraron un nivel medio de US$ 570 millones en los primeros siete meses de 1991- se eleven a promedios de US$ 635 y US$ 695 millones en los últimos cinco meses del año y en 1992, respectivamente. Se estima que el incremento de las importaciones será especialmente alto en el caso de los bienes de capital e intermedios, en función de la evolución esperada de la inversión y del producto. Por el contrario, las importaciones de bienes de consumo crecerían en forma moderada, después del fuerte incremento que tendrán este año.

Las exportaciones continuarán mostrando un comportamiento muy dinámico y serán lideradas por las ventas al exterior de productos distintos del cobre, cuyo volumen global crecería alrededor de 12%. No obstante, su expansión no alcanzaría a compensar los efectos del menor precio del cobre y del aumento de las importaciones y, en consecuencia, el superávit comercial bajaría de US$ 1.500 millones a unos US$ 920 millones.

El saldo negativo de los servicios no financieros, por su parte, se elevaría en alrededor de US$ 150 millones, como resultado de la evolución prevista del comercio exterior que influye sobre los gastos por fletes, comisiones y servicios portuarios.

Los pagos netos de servicios financieros subirían también en alrededor de US$ 160 millones. Ello ocurrirá pese a que el egreso neto por concepto de intereses será inferior al del año en curso, como consecuencia de las menores tasas efectivas de interés aplicables al servicio de la deuda externa y de los mayores intereses que se recibirán a raíz del aumento de las reservas internacionales netas. Así, la causa de la ampliación del déficit de los servicios financieros será el incremento significativo que experimentarán las remesas de utilidades de la inversión extranjera. En particular, los montos a remesar por inversiones realizadas al amparo de las disposiciones del capítulo XIX podrían crecer considerablemente al irse cumpliendo los plazos legales para que las utilidades puedan ser transferidas al exterior.

Junto con ampliarse el déficit de la cuenta corriente, se estima que aumentará la entrada neta de capitales desde US$ 900 millones en 1991 a US$ 1.670 millones en 1992. La causa básica -aunque no única- de este cambio sería el vuelco que se espera ocurra en el movimiento neto de capitales de corto plazo, el cual, luego de arrojar un saldo negativo estimado en US$ 370 millones este año, generaría un superávit de US$ 240 millones en 1992.

III. EL PROGRAMA MONETARIO Y EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

A. El programa monetario

En 1992 la política monetaria continuará teniendo como objetivo primordial el control de la inflación. Esto implica que los medios de pago y la tasa de interés deben evolucionar de modo que la demanda global se expanda a un ritmo similar al de la capacidad productiva. Como se señaló anteriormente, la creación de capacidad productiva en el bienio 1990-91 ha sido satisfactoria en términos históricos. No obstante, es todavía insuficiente para alcanzar en forma sostenida ritmos anuales de crecimiento significativamente superiores a 5%.

Como también se comentó, la actual política monetaria se basa principalmente en la influencia que el Banco Central ejerce sobre las tasas de interés y, por esa vía, sobre el gasto interno. Para que su evolución sea compatible con un ritmo de crecimiento del producto consistente con la expansión de la capacidad productiva y con la gradual reducción de la inflación, el Banco Central mantendrá las tasas de interés de sus instrumentos en niveles similares a los actuales. Ello contribuirá a que las tasas reales de colocación cobradas en el mercado se sitúen en rangos equivalentes a los registrados a partir del segundo trimestre de este año. Ulteriores reducciones de la tasa de interés por parte del Banco Central serían ciertamente deseables desde el ángulo de la inversión y del manejo cambiario. Sin embargo, ellas sólo serían adecuadas en el contexto de una desaceleración, tanto del ritmo de crecimiento del consumo como de la inflación. A su vez, la probabilidad que tal escenario ocurra será mayor en la medida en que se eleve el ahorro interno, se eviten los incrementos salariales que excedan a las alzas de la productividad, y se limiten las prácticas de reajustar los precios y las remuneraciones sobre la base de la inflación pasada.

De acuerdo a la política monetaria descrita, la liquidez tiende a crecer conforme lo hace la demanda real de dinero, la que, a su vez, varía directamente con el nivel de actividad económica e inversamente con la tasa de interés real y la inflación. Esto último se produce por cuanto mientras menor es la inflación, más bajo es el costo de mantener dinero y, por ende, mayor tiende a ser el uso de activos más líquidos que hacen los agentes económicos.

Por esta razón, el descenso proyectado de la inflación en 1992 traerá consigo un ritmo de aumento real de la cantidad de dinero superior al del producto, tal como ha venido observándose durante lo corrido de 1991 y se espera ocurra durante lo que resta del año. Debido a ello y también como resultado del crecimiento previsto de la actividad económica, se estima que en 1992 la demanda de saldos monetarios reales (M1A) se elevará aproximadamente 12%, lo que es consistente con crecimientos similares de la emisión y del circulante.

Cabe insistir en que las estimaciones anteriores no reflejan el carácter más o menos expansivo de la política monetaria. En efecto, ellas no constituyen una meta de la política monetaria, sino que, por el contrario, se derivan de relaciones funcionales que vinculan la demanda estimada de saldos monetarios reales con la evolución esperada de sus

determinantes principales. El aumento del producto y la caída en la inflación proyectados para 1992, unidos a los efectos rezagados tanto de la expansión económica como de la disminución de la tasa de interés nominal registradas en 1991, son los principales factores que explican la estimación de los requerimientos de liquidez en el próximo año.

El Banco Central debe velar, naturalmente, para que la expansión observada de la liquidez sea coherente con el crecimiento de la demanda de dinero que corresponda a la proyección de las principales variables macroeconómicas. En términos de los instrumentos de que dispone el instituto emisor para controlar la expansión de la oferta de medios de pago, la implicancia de la evolución proyectada de la liquidez es que el cumplimiento del programa monetario exigiría un aumento real de la deuda interna del Banco Central en moneda nacional similar al del producto. Dicho requerimiento es moderado y, como lo demuestra la experiencia de los últimos años, no ofrece complicaciones técnicas para la colocación de documentos del Banco Central que lleva implícita.

B. **El balance del Banco Central**

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

Para confeccionar el presupuesto de caja, se proyectan las principales partidas del balance del Banco Central que dan origen a ingresos y egresos efectivos, tanto en moneda nacional como extranjera. Para este efecto, los pasivos se agrupan en dos categorías:

a) el circulante (C), que es la fracción del dinero del sector privado que éste mantiene fuera del sistema bancario y
b) los pasivos externos de mediano y largo plazo (PEMLP), que corresponden a la deuda externa del Banco Central.

A su vez, los activos se clasifican en:

a) reservas internacionales netas (RIN) y
b) activos domésticos netos (ADN), que equivalen a la diferencia entre los activos domésticos brutos y los pasivos internos distintos del circulante.

Por definición , los cambios en el balance corresponden a los cambios en estas cuatro partidas y, como las variaciones en los activos totales del Banco Central (que signifiquen egresos o ingresos de caja) deben necesariamente ser idénticos a los cambios esperados en sus pasivos totales (que signifiquen egresos o ingresos de caja), la proyección del balance involucra examinar las variaciones comprometidas o esperadas de las distintas cuentas de activos y pasivos, y utilizar como cuenta de ajuste el endeudamiento del Banco Central con el resto de la economía.

Para estos efectos, se parte de la identidad:

Δ Activos $= \Delta$ Pasivos

Δ RIN+ Δ ADN $= \Delta$ C+ Δ PEMLP

o expresado de otra forma:

$$\Delta ADN = \Delta C - \Delta RIN + \Delta PEMLP,$$

donde Δ = variaciones

El aumento del circulante se vincula con la expansión de la liquidez, la que, como se explicó, se estima sobre la base de la variación esperada en la demanda de dinero. En el programa previsto para 1992 se considera una expansión del circulante de $ 115.000 millones entre el 31 de diciembre de 1991 y el 31 de diciembre de 1992. La variación de las reservas internacionales netas equivale al saldo de la balanza de pagos. A su vez, la variación de los PEMLP (deuda externa del Banco Central) se deriva de las estimaciones de los flujos de créditos externos al Banco Central y de las amortizaciones previstas.

Las variaciones comprometidas o esperadas en estas partidas son las siguientes:

Circulante	$	115 mil millones
Reservas internacionales netas	$	141 mil millones
Pasivos externos	$	-6 mil millones

Estas variaciones implican -a partir de la condición de equilibrio que se deriva de la igualdad entre ingresos y egresos de caja -que los activos domésticos netos deben reducirse en $ 32 mil millones.

De otro lado, los cambios ya comprometidos para 1992 de los activos domésticos netos indican que éstos se reducirían -es decir, habría ingresos netos de caja- aproximadamente $ 108 mil millones. Al comparar dicha cifra con la disminución de $ 132 mil millones, que es la condición de equilibrio, se deduce que existiría una brecha positiva de $ 76 mil millones, lo que permitiría disminuir los pasivos del Banco Central en esa magnitud.

Sin embargo, debe tenerse presente que en la proyección de los activos domésticos netos comprometidos para 1992 no están contemplados los reajustes e intereses de la deuda interna del Instituto Emisor. Al tomarlos en cuenta, se concluye que el balance financiero proyectado para el Banco Central, que se basa en los supuestos y estimaciones especificados, resulta consistente e indica una tendencia moderada para el endeudamiento real de la entidad. En efecto, si el conjunto de variables económicas y financieras se mueven en los rangos que se han anticipado, el endeudamiento interno del Banco vía pagarés llegaría a cerca de $ 4.400 mil millones a fines de 1992, comparado con un nivel estimado de algo más de $ 3.600 mil millones a diciembre de 1991, esto es, tendría un aumento nominal de aproximadamente 20% en el año. Teniendo en cuenta que el crecimiento proyectado del producto geográfico bruto nominal es del mismo orden de magnitud, en 1992 se mantendría relativamente constante la relación deuda interna del Banco Central sobre PGB.

Por último, se ha preparado una estimación del balance contable de activos y pasivos del Banco Central para fines de 1992, que incorpora, además de los movimientos de caja, ciertas valoraciones estrictamente contables que si bien no conllevan ingresos o egresos de caja, representan variaciones efectivas en los activos o pasivos de la entidad. (Cuadro 22).

CUADROS

CUADRO 1

TASAS DE INTERES REAJUSTABLES DE 90 A 365 DIAS

(Promedios mensuales del sistema financiero)

Año/mes	Captación	Colocación	Spread
1989			
Enero	5,29	8,12	2,83
Febrero	5,45	8,15	2,70
Marzo	5,67	8,42	2,75
Abril	5,72	8,29	2,57
Mayo	5,84	8,65	2,81
Junio	6,32	8,84	2,52
Julio	6,66	9,03	2,37
Agosto	6,85	9,43	2,58
Septiembre	7,46	9,94	2,48
Octubre	8,62	11,06	2,44
Noviembre	8,57	11,53	2,96
Diciembre	8,84	11,70	2,86
Promedio	**6,77**	**9,43**	**2,66**
1990			
Enero	10,55	13,63	3,08
Febrero	11,79	14,85	3,06
Marzo	13,32	16,49	3,17
Abril	11,73	15,31	3,58
Mayo	10,97	15,10	4,13
Junio	9,49	13,96	4,47
Julio	9,23	13,32	4,09
Agosto	8,75	12,67	3,92
Septiembre	8,52	13,05	4,53
Octubre	7,25	11,74	4,49
Noviembre	5,90	10,03	4,13
Diciembre	6,01	9,18	3,17
Promedio	**9,46**	**13,28**	**3,82**
1991			
Enero	6,19	9,17	2,98
Febrero	6,12	9,24	3,12
Marzo	5,71	8,77	3,06
Abril	5,50	8,36	2,86
Mayo	5,46	8,76	3,30
Junio	5,31	8,80	3,49
Julio	5,22	8,25	3,03
Agosto	5,25	8,48	3,23
Promedio	**5,60**	**8,73**	**3,13**

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO 2

TASAS DE INTERES DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL

(Tasa anual sobre UF)

Año/mes	PRBC			PRC
	90 días	**180 días**	**360 días**	
1988				
Diciembre	5,1	5,3	5,5	-
1989				
4 de enero	5,5	5,7	6,0	-
24 de abril	5,8	6,0	6,4	6,9
7 de junio	6,3	*	*	6,9
5 de septiembre	6,8	*	*	6,9
1990				
5 de enero	8,7	8,9	9,2	9,7
1 de junio	8,7	8,9	9,2	*
17 de agosto	8,2	*	*	*
31 de octubre	7,2	*	*	*
27 de noviembre	6,8	*	*	*
1991				
30 de enero	6,5	*	*	*
20 de febrero	6,2	*	*	*
18 de marzo	5,7	*	*	*

(*) Suspendido.

CUADRO 3

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

(Variaciones porcentuales)

Año/mes	Mes			Año			12 Meses		
	E	M1A	M7	E	M1A	M7	E	M1A	M7
1989									
Enero	2,2	2,6	5,2	2,2	2,6	5,2	30,9	34,5	31,7
Febrero	-0,6	1,9	2,3	1,5	4,5	7,6	28,1	32,2	33,6
Marzo	3,1	3,8	2,9	4,7	8,5	10,7	30,3	32,9	33,1
Abril	4,9	-2,3	0,9	9,8	5,9	11,7	31,9	30,3	31,7
Mayo	-1,4	-0,2	2,5	8,3	5,8	14,4	28,1	29,0	31,5
Junio	4,8	-2,2	3,9	13,5	3,4	18,9	38,0	23,7	34,6
Julio	-4,7	2,4	4,2	8,2	5,9	23,8	28,7	22,1	37,0
Agosto	-7,7	-0,5	2,1	-0,1	5,4	26,5	18,7	19,0	37,3
Septiembre	10,5	6,5	2,7	10,3	12,3	29,9	23,6	21,7	38,7
Octubre	-1,8	-5,0	1,6	8,4	6,6	32,0	17,9	11,6	38,0
Noviembre	-5,2	-0,5	3,5	2,8	6,1	36,6	13,8	15,3	41,2
Diciembre	19,3	18,2	6,0	22,6	25,3	44,8	22,6	25,3	44,8
1990									
Enero	-0,6	-0,9	2,5	-0,6	-0,9	2,5	19,2	21,1	41,0
Febrero	1,2	-4,8	2,8	0,6	-5,7	5,4	21,5	13,1	41,8
Marzo	3,8	6,7	4,0	4,4	0,7	9,6	22,2	16,3	43,2
Abril	6,3	1,7	1,3	11,0	2,4	11,0	23,9	21,1	43,8
Mayo	0,6	-1,9	2,3	11,6	0,4	13,5	26,4	19,0	43,6
Junio	-2,6	-3,2	2,7	8,8	-2,8	16,5	17,4	17,8	41,9
Julio	-6,3	-1,3	3,5	1,9	-4,0	20,6	15,5	13,6	40,9
Agosto	1,4	-5,0	1,5	3,4	-8,8	22,5	26,8	8,4	40,3
Septiembre	11,4	12,0	3,6	15,2	2,1	26,9	27,9	14,0	41,4
Octubre	-1,2	-9,4	2,8	13,7	-7,6	30,4	28,7	8,7	43,1
Noviembre	-4,6	-1,1	4,0	8,5	-8,6	35,7	29,4	8,1	43,8
Diciembre	15,5	22,4	4,8	25,3	12,0	42,2	25,3	12,0	42,2
1991									
Enero	6,3	17,7	3,2	6,3	17,7	3,2	34,1	33,0	43,1
Febrero	-0,5	1,7	2,1	5,7	19,7	5,3	31,7	42,1	42,1
Marzo	3,1	10,7	2,3	9,0	32,5	7,8	30,9	47,4	39,9
Abril	7,1	-2,6	0,4	16,8	29,1	8,2	31,9	41,2	38,6
Mayo	2,3	-5,0	0,4	19,5	22,6	9,0	34,1	36,8	36,6
Junio	-1,2	-2,8	3,0	18,0	19,2	12,7	36,0	37,4	37,5
Julio	-7,2	-3,8	3,4	9,5	14,7	16,6	34,7	33,8	37,5
Agosto	-2,6	0,5	2,3	6,7	15,2	19,2	29,5	41,5	38,4

E : Emisión.

M1A : Circulante + cuentas corrientes del sector privado no financiero netas de canje + depósitos a la vista distintos de cuentas corrientes.

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 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.

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO 4

DIFERENCIA ENTRE EL COSTO DE ENDEUDAMIENTO INTERNO Y EXTERNO

(Porcentaje anual)

Año	Trimestre			
	I	II	III	IV
1987	0,89	1,16	1,77	5,33
1988	2,49	5,51	2,17	6,77
1989	4,70	3,92	2,58	3,91
1990	7,07	5,79	4,28	2,05
1991	1,63	-0,77		

(*) Se calcula a base de la diferencia media entre la tasa de interés media de 90 a 365 días y la tasa LIBID ajustada por la tasa de inflación externa descontada.

CUADRO 5

COSTO DE FONDOS EXTERNOS

(Porcentaje sobre UF)

Plazo	Afectos a impuesto de timbres		No afectos a impuesto de timbres	
	7,5%*	8,0%*	7,5%*	8,0%*
30 días	11,2	12,1	9,2	10,0
60 días	8,1	8,7	6,5	7,1
90 días a 1 año	7,0	7,6	5,6	6,2
2 años	5,3	5,9	4,7	5,2
3 años	4,8	5,3	4,4	4,9

(*) Tasas supuestas del costo anual en dólares, incluyendo spread e impuesto de 4% sobre intereses pagados al exterior.

CUADRO 6

APORTES DE CAPITAL AL EXTERIOR VIA CAPITULO XII

(Miles de dólares)

Año	Monto autorizado	Monto remesado
1976	322	322
1977	8.074	7.646
1978	42.988	42.977
1979	11.937	9.872
1980	9.818	8.320
1981	19.348	19.348
1982	7.112	7.111
1983	71	70
1984	898	891
1985	26	26
1986	1.400	1.400
1987	2.500	2.500
1988	3.604	3.737
1989	40.561	36.498
1990	33.279	22.401
1991*	91.664 **	72.302
Total* **	**273.724**	**235.543**

(*) Enero-agosto

(**) Incluye 24,4 millones de dólares autorizados a través del mercado cambiario formal y 67,3 millones de dólares remesados a través del mercado cambiario informal.

(***) Corresponde al período 1970-1991.

CUADRO 7

PRODUCTO GEOGRAFICO BRUTO TRIMESTRAL

(Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año previo)

Período	Trimestre				Año
	I	II	III	IV	
1988	5,9	6,4	8,4	8,7	7,4
1989	9,8	12,2	10,3	7,6	10,0
1990	5,5	0,8	0,2	2,1	2,1
1991*	2,6	5,6			

(*) Cifras preliminares.

CUADRO 8

PRODUCTO GEOGRAFICO BRUTO POR CLASE DE ACTIVIDAD ECONOMICA

(Variaciones porcentuales con respecto al mismo período del año previo)

Especificación	1990	1991*		
		Primer trimestre	**Segundo trimestre**	**Primer semestre**
PGB total	**2,1**	**2,6**	**5,6**	**4,1**
Agropecuario-Silvícola	4,8	-0,5	0,1	-0,2
Pesca	-10,3	-0,7	-3,7	-2,1
Minería	-0,7	7,3	5,5	6,4
Industria	0,1	-1,5	8,7	3,6
Electricidad, Gas y Agua	3,0	6,8	6,3	6,5
Construcción	2,5	2,0	3,0	2,5
Comercio	2,5	4,6	6,8	5,7
Transporte y Comunicaciones	10,4	11,8	13,8	12,8
Otros**	1,9	2,2	3,5	2,9

(*) Cifras preliminares.
(**) Incluye al sector financiero, propiedad de vivienda, administración pública, educación, salud, otros servicios personales y tributación a las importaciones.

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO 9

OCUPACION Y DESOCUPACION EN EL PAIS

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

Año/mes	Fuerza de trabajo		Ocupados		Desocupados		Tasa de
	Total*	Variación**	Total*	Variación**	Total*	Variación**	desocupación
1990							
Enero	4.704	3,2	4.467	4,2	237	-12,6	5,0
Febrero	4.703	3,1	4.468	4,1	235	-12,7	5,0
Marzo	4.689	2,4	4.440	3,4	249	-12,2	5,3
Abril	4.678	1,9	4.417	2,8	261	-11,0	5,6
Mayo	4.656	1,3	4.374	2,1	282	-10,0	6,1
Junio	4.652	1,5	4.350	2,1	302	-5,3	6,5
Julio	4.645	1,6	4.332	1,6	313	1,9	6,7
Agosto	4.634	1,4	4.323	1,4	311	1,3	6,7
Septiembre	4.633	1,1	4.328	0,9	305	3,5	6,6
Octubre	4.652	0,8	4.350	0,7	302	1,8	6,5
Noviembre	4.686	0,9	4.391	0,5	295	8,5	6,3
Diciembre	4.729	1,2	4.460	0,8	269	7,7	5,7
1991							
Enero	4.732	0,6	4.466	0,0	266	12,2	5,6
Febrero	4.749	1,0	4.479	0,2	270	14,9	5,7
Marzo	4.768	1,7	4.470	0,7	298	19,7	6,2
Abril	4.732	1,2	4.438	0,5	294	12,6	6,2
Mayo	4.679	0,5	4.376	0,0	303	7,4	6,5
Junio	4.647	-0,1	4.333	-0,4	314	4,0	6,8
Julio	4.678	0,7	433,2	-0,0	346	10,2	7,4

(*) Miles de personas.

(**) Variación porcentual con respecto al mismo período del año anterior.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

CUADRO 10

PRODUCTO GEOGRAFICO BRUTO, OCUPACION Y PRODUCTIVIDAD

(Variaciones porcentuales en el primer semestre de 1991 con respecto al primer semestre de 1990)

Especificación	Producto geográfico bruto	Fuerza de trabajo	Productividad
Total	**4,1**	**0,1**	**4,0**
Agropecuario, silvícola y pesca	-0,4	0,0	-0,4
Minería	6,4	-3,7	10,1
Industria	3,6	-1,6	5,2
Electricidad, gas y agua	6,5	9,3	-2,8
Construcción	2,5	1,8	0,7
Comercio	5,7	0,8	4,9
Transporte y comunicaciones	12,8	-1,9	14,7
Otros	2,9	0,0	2,9

Fuentes: Producto geográfico bruto - Banco Central de Chile.
Fuerza de trabajo - Instituto Nacional de Estadísticas.

CUADRO 11

ESTIMACIONES ALTERNATIVAS DE LA OCUPACION Y DESOCUPACION EN SANTIAGO

Año/mes	Universidad de Chile		Instituto Nacional de Estadísticas	
	Marzo	**Junio**	**Marzo***	**Junio***
		(Miles de personas)		
1990				
Fuerza de trabajo	1.887	1.854	1.937	1.937
Ocupados	1.708	1.674	1.820	1.789
Desocupados	179	180	117	147
1991				
Fuerza de trabajo	1.945	1.909	1.927	1.903
Ocupados	1.774	1.750	1.779	1.739
Desocupados	172	158	148	164
		(Variaciones porcentuales en 12 meses)		
Fuerza de trabajo	3,1	2,9	-0,5	-1,7
Ocupados	3,8	4,5	-2,2	-2,8
Desocupados	-4,2	-12,3	25,9	11,2
		(Tasas de desocupación)		
1990	9,5	9,7	6,1	7,6
1991	8,8	8,3	7,7	8,6

(*) Cifras correspondientes al trimestre móvil centrado en el mes que se indica.

CUADRO 12

INDICES DE PRECIOS

(Variaciones porcentuales)

Año/mes	Indice de precios al consumidor			Indice de precios al por mayor		
	Mes	**Año**	**12 meses**	**Mes**	**Año**	**12 meses**
1989						
Enero	1,1	1,1	13,1	1,0	1,0	6,2
Febrero	0,1	1,2	12,8	2,2	3,3	9,1
Marzo	1,9	3,2	12,9	1,4	4,7	9,9
Abril	1,0	4,2	13,2	1,9	6,7	10,8
Mayo	2,0	6,3	14,8	2,3	9,2	12,5
Junio	1,8	8,2	16,2	1,8	11,1	12,9
Julio	1,8	10,1	18,1	2,0	13,4	14,7
Agosto	1,0	11,2	18,4	2,1	15,8	17,8
Septiembre	2,1	13,6	19,8	1,9	18,1	19,2
Octubre	2,9	16,9	21,4	2,6	21,2	21,1
Noviembre	1,7	18,9	21,2	1,5	22,9	23,1
Diciembre	2,1	21,4	21,4	-0,1	22,8	22,8
1990						
Enero	2,5	2,5	23,1	1,6	1,6	23,5
Febrero	0,3	2,8	23,3	-0,1	1,5	20,7
Marzo	2,4	5,3	23,9	0,5	2,0	19,5
Abril	1,8	7,2	24,8	1,5	3,5	19,1
Mayo	1,5	8,8	24,3	0,7	4,2	17,2
Junio	2,2	11,2	24,8	1,9	6,2	17,4
Julio	1,7	13,0	24,6	3,8	10,2	19,4
Agosto	2,0	15,3	25,8	2,4	12,9	19,7
Septiembre	4,9	20,9	29,3	5,4	19,0	23,7
Octubre	3,8	25,6	30,4	5,6	25,7	27,4
Noviembre	0,9	26,7	29,4	0,8	26,6	26,5
Diciembre	0,5	27,3	27,3	-0,7	25,7	25,7
1991						
Enero	0,4	0,4	24,8	0,1	0,1	23,9
Febrero	0,1	0,6	24,5	0,8	1,0	25,1
Marzo	1,2	1,7	23,0	0,9	1,9	25,6
Abril	1,8	3,6	23,1	0,4	2,3	24,3
Mayo	2,5	6,2	24,3	2,3	4,6	26,3
Junio	1,8	8,1	23,8	2,5	7,3	27,0
Julio	1,8	10,1	24,0	2,0	9,5	24,8
Agosto	1,2	11,4	23,0	0,6	10,1	22,6

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

CUADRO 13

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR POR SECTOR

(Variaciones porcentuales respecto al mes anterior: promedio 1984-1990)

Mes	Total	Sectores		
		Alimentación	**Vivienda**	**Vestuario**
Enero	1,7	1,2	2,4	0,5
Febrero	0,7	0,0	1,6	-0,2
Marzo	2,1	2,1	1,1	1,8
Abril	1,6	1,7	1,3	3,7
Mayo	1,3	1,2	1,1	3,4
Junio	1,7	1,8	1,3	2,0
Julio	1,2	1,9	0,6	-0,3
Agosto	1,0	1,5	0,7	-0,2
Septiembre	2,2	2,9	1,8	1,4
Octubre	3,1	4,4	2,5	2,7
Noviembre	1,5	1,6	1,8	1,7
Diciembre	1,3	0,5	1,9	1,4

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

CUADRO 14

INDICE GENERAL DE REMUNERACIONES

(Diciembre de 1982 = 100)

Año/mes	Nominal				Real			
	Indice	Variación porcentual			Indice	Variación porcentual		
		Mes	12 meses	Prom.*		Mes	12 meses	Prom.*
1989								
Enero	315,9	2,2	17,3	17,3	101,6	1,1	3,7	3,7
Febrero	320,0	1,3	17,6	17,5	102,8	1,2	4,2	4,0
Marzo	324,1	1,3	17,4	17,5	102,2	-0,6	4,1	4,0
Abril	331,1	2,2	18,5	17,7	103,3	1,1	4,7	4,2
Mayo	337,1	1,8	18,7	17,9	103,1	-0,2	3,4	4,0
Junio	341,8	1,4	17,2	17,8	102,8	-0,3	0,9	3,5
Julio	348,3	1,9	18,0	17,8	102,8	0,0	-0,1	3,0
Agosto	352,7	1,3	18,2	17,9	103,1	0,3	-0,1	2,6
Septiembre	357,3	1,3	19,3	18,0	102,3	-0,8	-0,4	2,2
Octubre	362,1	1,3	20,6	18,3	100,8	-1,5	-0,6	1,9
Noviembre	371,7	2,7	21,9	18,7	101,7	0,9	0,6	1,8
Diciembre	387,0	4,1	25,2	19,2	103,7	2,0	3,1	1,9
1990								
Enero	399,7	3,3	26,5	26,5	104,5	0,8	2,9	2,8
Febrero	400,8	0,3	25,2	25,9	104,5	0,0	1,7	2,2
Marzo	407,7	1,7	25,8	25,8	103,7	-0,8	1,5	2,0
Abril	418,1	2,6	26,3	26,0	104,5	0,8	1,2	1,8
Mayo	427,1	2,2	26,7	26,1	105,2	0,7	2,0	1,8
Junio	434,0	1,6	27,0	26,3	104,6	-0,6	1,8	1,8
Julio	445,8	2,7	28,0	26,5	105,7	1,1	2,8	1,9
Agosto	453,3	1,7	28,5	26,8	105,3	-0,4	2,1	2,0
Septiembre	458,8	1,2	28,4	27,0	101,6	-3,5	-0,7	1,7
Octubre	475,3	3,6	31,3	27,4	101,4	-0,2	0,6	1,6
Noviembre	487,7	2,6	31,2	27,8	103,1	1,7	1,4	1,6
Diciembre	517,6	6,1	33,7	28,4	108,9	5,6	5,0	1,8
1991								
Enero	531,9	2,8	33,1	33,1	111,4	2,3	6,6	6,6
Febrero	532,9	0,2	33,0	33,0	111,5	0,1	6,7	6,7
Marzo	537,5	0,9	31,8	32,6	111,2	-0,3	7,2	6,9
Abril	544,7	1,3	30,3	32,0	110,6	-0,5	5,8	6,6
Mayo	552,4	1,4	29,3	31,5	109,5	-1,0	4,1	6,1
Junio	559,6	1,3	28,9	31,0	108,9	-0,5	4,1	5,8
Julio	562,7	0,5	26,2	30,3	107,5	-1,2	1,7	5,2

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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

CUADRO 15

BALANZA DE PAGOS

(En millones de dólares)

Especificación	1989	1990	Primer Semestre	
			1990	1991
I. CUENTA CORRIENTE	**-767**	**-824**	**-522**	**204**
A. Balanza Comercial	1.578	1.273	914	1.268
1. Exportaciones	8.080	8.310	4.321	4.606
2. Importaciones	-6.502	-7.037	-3.407	-3.338
B. Servicios no Financieros	-634	-485	-285	-93
C. Servicios Financieros	-1.926	-1.811	-1.274	-1.110
D. Transferencias	215	199	123	139
II. CUENTA DE CAPITALES	**1.278**	**2.964**	**1.426**	**-51**
A. Capitales de Mediano y Largo Plazo	686	2.106	959	677
1. Inversión extranjera efectiva neta *	259	587	341	173
Del exterior	269	595	346	233
En el exterior	-10	-8	-5	-60
2. Desembolsos créditos DL 600	437	887	446	276
3. Otros desembolsos **	1.046	1.335	544	666
4. Amortizaciones	-1.030	-743	-375	-402
5. Otros ***	-26	40	3	-36
B. Capitales de Corto Plazo	592	858	467	-728
1. Líneas comerciales bancarias	371	257	208	-547
2. Otros	221	601	259	-181
III. ERRORES Y OMISIONES	**-74**	**228**	**-68**	**324**
IV. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	**437**	**2.368**	**836**	**477**

(*) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del capítulo XIV, inversión en el exterior, ADR y fondos de inversión.

(**) En 1990 y 1991, incluye financiamiento neto por leasing. En 1991, considera el pago de reversión de retiming y US$ 200 millones de bonos emitidos por la República de Chile.

(***) En 1991, incluye repatriación de capital ingresado al amparo del capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

CUADRO 16

BALANZA COMERCIAL

(Enero-julio de 1991)

Especificación	Millones de dólares			Variaciones porcentuales*		
	enero-abril	**mayo-julio**	**enero-julio**	**enero-abril**	**mayo-julio**	**enero-julio**
SALDO BALANZA COMERCIAL	**888**	**442**	**1.343**	**65,8**	**-4,5**	**34,6**
EXPORTACIONES TOTALES (FOB)	3.078	2.250	5.328	8,2	3,2	6,0
Cobre	1.195	856	2.051	6,8	-13,9	-2,9
Otras principales **	1.114	736	1.850	4,2	22,0	10,6
Resto	769	658	1.427	17,3	12,9	15,2
IMPORTACIONES TOTALES (FOB)	2.190	1.795	3.985	-5,2	4,5	-1,0
IMPORTACIONES TOTALES (CIF)	2.409	1.978	4.387	-4,3	4,8	-0,4
Bienes de consumo	366	332	698	4,8	38,8	18,5
Bienes intermedios	1.424	1.168	2.592	3,6	11,3	6,9
Combustibles	331	285	616	-0,2	37,6	14,4
Resto	1.094	882	1.976	4,8	4,7	4,8
Bienes de capital	619	478	1.097	-22,0	-20,3	-21,2

(*) Con respecto al mismo período de 1990.

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

CUADRO 17

EXPORTACIONES DE BIENES

(Período enero-julio de cada año)

Especificación	Millones de dólares				Variación porcentual*		
	1988	1989	1990	1991	1989	1990	1991
TOTAL	**3.959,3**	**4.651,3**	**5.024,6**	**5.328,1**	**17,5**	**8,0**	**6,0**
1. Cobre	1.665,0	2.122,2	2.113.2	2.051,1	27,5	-0,4	-2,9
2. Otros productos principales	1.538,6	1.568,4	1.673,2	1.850,3	1,9	6,7	10,6
Hierro	56,4	64,4	77,5	104,0	14,2	20,3	34,2
Salitre y yodo	77,9	77,8	76,8	64,4	-0,1	-1,3	-16,1
Plata metálica	49,9	52,2	56,9	31,9	4,6	9,0	-43,9
Minerales de oro	55,7	47,6	56,4	35,2	-14,5	18,5	-37,6
Fruta fresca	524,8	485,6	631,7	784,1	-7,5	30,1	24,1
Harina de pescado	287,4	328,4	233,2	262,9	14,3	-29,0	12,7
Madera aserrada	53,4	51,0	87,6	98,8	-4,5	71,8	12,8
Rollizos y madera cepillada	56,9	67,3	52,3	44,4	18,3	-22,3	-15,1
Celulosa cruda	74,4	48,2	65,8	51,5	-35,2	36,5	-21,7
Celulosa blanqueada	122,1	124,2	134,1	109,2	1,7	8,0	-18,6
Metanol	0,0	44,6	38,3	57,3	-	-14,1	49,6
Carbonato de litio	11,2	13,1	12,5	14,6	17,0	-4,6	16,8
Oxido y ferromolibdeno	75,4	80,4	49,1	61,9	6,6	-38,9	26,1
Oro metálico y metal doré	93,1	83,6	101,0	130,0	-10,2	20,8	28,7
3. Resto	755,7	960,7	1.238,2	1.426,7	27,1	28,9	15,2
	Participación relativa (%)						
1. Cobre	42,0	45,6	42,1	38,5			
2. Otros productos principales	38,9	33,7	33,3	34,7			
3. Resto	19,1	20,7	24,6	26,8			
Total	100,0	100,0	100,0	100,0			

(*) Con respecto al año anterior.

CUADRO 18

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES *

(En millones de dólares)

Especificación	1989	1990	enero-julio		Variación porcentual	
			1990	1991	90/89	91/90
TOTAL	**1.683,1**	**2.089,9**	**1.238,2**	**1.426,7**	**24,2**	**15,2**
1 Pescados frescos enfriados y congelados	214,2	334,0	205,5	257,2	55,9	25,2
(Salmón)	(38,3)	(98,6)	(69,1)	(101,5)	157,4	46,9
2 Chips de madera	84,0	106,4	56,8	85,8	26,7	51,1
3 Papel periódico	71,3	65,8	37,3	49,0	-7,7	31,4
4 Concentrado de tomate	32,5	48,5	36,3	32,1	49,2	-11,6
5 Frejoles	40,1	44,4	34,5	20,0	10,7	-42,0
6 Conservas de pescado	42,4	41,7	22,0	20,4	-1,7	-7,3
7 Moluscos precocidos y conservados	38,6	41,3	23,7	28,9	7,0	21,9
8 Vino embotellado	28,2	38,6	17,9	26,8	36,9	49,7
9 Calzado	18,5	34,9	15,5	25,5	88,6	64,5
10 Agar-agar	21,8	31,6	17,4	19,3	45,0	10,9
11 Nitrato de potasio	23,9	28,9	18,0	20,9	20,9	16,1
12 Jugos de fruta	19,0	26,2	16,3	39,0	37,9	139,3
13 Prendas de vestir exteriores	24,0	26,0	16,6	14,9	8,3	-10,2
14 Pasas	17,9	25,9	11,5	12,8	44,7	11,3
15 Neumáticos, cámaras y cubrecámaras	17,9	25,8	13,8	17,6	44,1	27,5
16 Rollizos para pulpa	39,2	24,0	15,7	15,8	-38,8	0,6
17 Alambres de cobre	0,4	22,6	10,5	13,3	5.550,0	26,7
18 Crustáceos precocidos y conservados	22,0	20,6	9,6	12,5	-6,4	30,2
19 Algas	12,4	18,6	15,0	13,3	50,0	-11,3
20 Moluscos frescos o congelados	26,2	16,4	9,8	11,3	-37,4	15,3
21 Barcos	10,4	15,5	13,5	4,8	49,0	-64,4
22 Fruta congelada sin azúcar	8,7	15,3	13,1	20,6	75,9	57,3
23 Org. de transmisión para vehículos	15,6	15,1	7,9	11,1	-3,2	40,5
24 Muebles	8,9	9,5	5,4	8,6	6,7	59,3
Subtotal 24 productos	**838,1**	**1.077,6**	**643,6**	**781,5**	**28,6**	**21,4**
(porcentaje sobre el total)	(49,8)	(51,6)	(52,0)	(54,8)		

(*) Coresponde a la categoría "resto" del cuadro anterior.

CUADRO 19

DEUDA EXTERNA

(Millones de dólares)

Especificación	1988	1989	1990	1991*
TOTAL (I + II + III)	**18.960**	**17.520**	**18.576**	**17.393**
I. Mediano y Largo Plazo	15.452	13.279	14.043	14.139
Sector Público	13.091	10.131	9.808	9.477
Sector Privado	2.361	3.148	4.235	4.662
II. Corto Plazo	2.186	2.973	3.382	2.265
Sector Público	1.601	1.901	1.984	1.165
Sector Privado	585	1.072	1.398	1.100
III. Banco Central con FMI	1.322	1.268	1.151	989

(*) Cifras preliminares a julio.

CUADRO 20

PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA 1991 Y 1992

Especificación	1991	1992
	(variaciones porcentuales)	
1. Producto geográfico bruto	5	5
2. Indice de precios al consumidor	18	15
3. Volumen de las exportaciones	10	9
a) Cobre	9	5
b) No cobre	11	12
	(porcentajes del PGB)	
4. Déficit en cuenta corriente		
a) A precios corrientes	2	4
b) Con precio del cobre de tendencia	4	5
5. Formación bruta de capital fijo	18	19
	(centavos de US$ por libra)	
6. Precio del cobre	104	92

Fuente: Banco Central de Chile.

CUADRO 21

BALANZA DE PAGOS: PROYECCION

(En millones de dólares)

Especificación	1991	1992
I. **CUENTA CORRIENTE**	**-503**	**-1.325**
A. Balanza Comercial	1.505	918
1. Exportaciones FOB	8.705	9.244
2. Importaciones FOB	-7.200	-8.326
B. Servicios No Financieros	-454	-603
C. Servicios Financieros	-1.866	-2.030
D. Transferencias	313	390
II. **CUENTA DE CAPITALES**	**898**	**1.668**
A. Capitales de Mediano y Largo Plazo	1.269	1.428
1. Inversión extranjera efectiva neta *	333	355
2. Desembolsos créditos DL 600	573	630
3. Otros desembolsos **	1.379	1.650
4. Amortizaciones	-925	-1.177
5. Otros ***	-91	-30
B. Capitales de Corto Plazo	-371	240
1. Líneas comerciales bancarias	-910	-175
2. Otros	539	415
III. **ERRORES Y OMISIONES**	**324**	**0**
IV. **SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS**	**719**	**343**

(*) Incluye fondos de inversión y ADR, excluye pagarés capítulo XIX y capitalización de créditos.

(**) En 1991, incluye financiamiento neto por leasing y considera el pago de reversión de retiming.

(***) Incluye repatriación de capital ingresado al amparo del capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

CUADRO 22

BALANCE PATRIMONIAL DEL BANCO CENTRAL

(Saldos en miles de millones de pesos al 31 de diciembre de cada año)

Especificación	1991	1992	Variación porcentual
1. **ACTIVOS**	**7.169**	**8.038**	**12,1%**
1.1 Reservas internacionales netas*	2.103	2.485	18,2%
(en millones de dólares)	(5.567)	(5.910)	6,2%
1.2 Activos internos	5.066	5.553	9,6%
1.2.1 Pagarés del fisco	2.896	3.392	17,1%
1.2.2 Cartera subordinada	1.141	1.352	18,5%
1.2.3 Contratos swap	281	0	-100,0%
1.2.4 Otros activos	748	809	8,2%
2. **PASIVOS**	**6.540**	**7.329**	**12,1%**
2.1 Pasivos externos de mediano y largo plazo	771	851	10,4%
(en millones de dólares)	(2.041)	(2.024)	-0,8%
2.2 Pasivos Internos	1.697	1.521	-10,4%
2.2.1 Depósitos y otras obligaciones	1.418	1.521	7,3%
2.2.2 Contratos swap	279	0	-100,0%
2.3 Emisión	447	596	33,3%
2.4 Pagarés Banco Central	3.625	4.361	20,3%
3. **PATRIMONIO (1 - 2)**	**629**	**709**	**12,7%**

(*) El monto en dólares de las reservas internacionales netas incluidas en este cuadro no coincide con el de la balanza de pagos, pues en ésta el oro se computa a precio de mercado (que ha oscilado en torno a US$ 350 la onza) mientras que en el balance patrimonial del Banco Central el oro se valora a un precio constante de US$ 42 la onza.