BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1992 Y PERSPECTIVAS PARA 1993

Septiembre 1992

BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCION DE LA ECONOMIA EN 1992 Y PERSPECTIVAS PARA 1993*

Septiembre 1992

* 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 1992 5

I. Marco general 7
II. Política monetaria 9
II.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés 9
II.2 La evolución de los agregados monetarios 12
III. La política y la institucionalidad cambiarias 15
III.1 La política cambiaria 15
III.2 La normativa cambiaria 21
IV. Gasto global, actividad económica y empleo 24
V. Inflación y remuneraciones 29
VI. El sector externo 33
VI.1 La cuenta corriente 33
VI.2 La cuenta de capital 36
VI.3 Reservas internacionales 36
VI.4 Deuda externa 37
VII. Perspectivas para el resto de 1992 38

SEGUNDA PARTE: Perspectivas y Proyecciones Macroeconómicas para 1993 41

I. Perspectivas macroeconómicas para 1993 43
II. El programa monetario y el balance del Banco Central 47
II.1 El programa monetario 47
II.2 El balance del Banco Central 48
II.2.1 Presupuesto de caja 49
II.2.2 Balance del Banco Central 50

GRAFICOS Y CUADROS

A. Gráficos
1. Tasas de interés medias: mercado y Banco Central 10

página

2. Tasas de interés de 90 a 365 días en operaciones reajustables 11
3. Dinero privado (M1A) 12
4. Valores del dólar 16
5. Tipo de cambio real efectivo sin América Latina 18
6. Tipo de cambio real 21
7. Tasa de crecimiento del PGB trimestral 24
8. Crecimiento anualizado del producto desestacionalizado 25
9. Indice de precios al consumidor 29
10. Importaciones de bienes de consumo 35

B. Cuadros

1. Tasa de interés de los instrumentos del Banco Central 55
2. Tasas de interés reajustables de 90 a 365 días 56
3. Principales agregados monetarios 57
4. Tipo de cambio observado real 58
5. Producto geográfico bruto trimestral 59
6. Evolución sectorial del producto geográfico bruto trimestral 60
7. Gasto del PGB 61
8. Empleo y desocupación en todo el país 62
9. Indices de precios 63
10. Reajuste inicial real convenido en negociaciones colectivas 64
11. Indice general de remuneraciones 65
12. Balanza de pagos 66
13. Balanza comercial 67
14. Exportaciones de bienes 68
15. Exportaciones no tradicionales 69
16. Reservas internacionales brutas del Banco Central 70
17. Deuda externa 71
18. Proyecciones macroeconómicas para 1992 y 1993 72
19. Balanza de pagos, proyección 73
20. Balance patrimonial del Banco Central 74

PRIMERA PARTE

Evolución de la Economía Chilena en 1992

PRIMERA PARTE

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA CHILENA EN 1992

I. MARCO GENERAL

La evolución de la economía durante el año en curso ha sido muy satisfactoria. En efecto, se proyecta que el crecimiento del producto para el año en su conjunto, se situaría en torno a 7,5%, que la balanza de pagos arrojaría un superávit cercano a los 2.000 millones de dólares –con un déficit en la cuenta corriente inferior a un punto del producto– y que la inflación se reduciría a alrededor de 13%.

Por su parte, la elevada tasa de crecimiento proyectada para la inversión, que duplicaría la del producto, junto a la significativa dinámica de las exportaciones distintas del cobre, configuran un cuadro positivo en cuanto a las posibilidades de crecimiento a futuro y a la diversificación de nuestra oferta exportable. Esta diversificación es particularmente importante a fin de disminuir el grado de exposición de nuestra economía a las oscilaciones del comercio mundial y a los precios internacionales, lo que tiende a solidificar las bases de nuestro desarrollo.

Para 1993, se proyecta un crecimiento económico algo más moderado, entre 5% y 6%, el que continuaría siendo liderado por el incremento en las exportaciones no cobre y la inversión. Por su parte, la situación externa se percibe sólida, aunque se espera un deterioro de la cuenta corriente de la balanza de pagos, en virtud de la dinámica exhibida por las importaciones, una moderada desaceleración del crecimiento del volumen de exportaciones –particularmente las de cobre y algunos otros productos principales– así como por una probable caída del precio medio del cobre y un alza de la tasa de interés internacional en dólares.

El Banco Central continuará orientando su política monetaria y crediticia a facilitar un crecimiento del producto sostenible en el tiempo y coherente con una reducción gradual de la inflación. Por lo mismo, no obstante la dinámica exhibida por la inversión durante el presente año, no se considera todavía factible plantearse metas de crecimiento económico sostenibles superiores al 6% anual. Por otra parte, y a objeto de fortalecer aún más su control monetario, el Instituto Emisor continuará con su política actual de alargar el plazo de vencimiento promedio de su deuda interna, proceso en el cual se le da un mayor rol al mercado en la determinación de la tasa de interés de mediano y largo plazo.

La tarea de reducción de la inflación durante el próximo año no se visualiza fácil. Por lo mismo, junto con plantearse una rebaja modesta de la misma, se estima que haría más eficiente y menos costoso el proceso de estabilización de precios la concurrencia tanto del sector público como del sector privado al logro de este objetivo. De otro lado, se visualiza con preocupación el resurgimiento de presiones proteccionistas que, amparadas en evoluciones económicas inevitables a la vez que convenientes para la sociedad en su conjunto, como el fortalecimiento del peso y la reducción arancelaria, podrían –de materializarse–

introducir indebidas presiones inflacionarias. Es necesario enfatizar también la mayor facilidad para la reducción inflacionaria que derivaría de una creciente tendencia, de quienes negocian precios y salarios, a considerar la inflación futura y no sólo la pretérita en sus conductas. Cabe recordar que la forma más eficiente de incremento de los ingresos reales es precisamente la reducción de la inflación. Por último, el financiamiento sano del gasto público, la moderación de su incremento, así como el menor aumento del gasto privado, son complementos muy positivos de la política monetaria en la lucha contra la inflación.

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

En materia cambiaria, el Banco Central seguirá orientando el valor del tipo de cambio conforme a las tendencias de mediano y largo plazo de la balanza de pagos, esto es, evitará que eventos externos transitorios se transmitan al precio de la divisa y, en el marco de sus posibilidades, que el tipo de cambio real se desvíe de las condiciones externas más permanentes que enfrentaría la economía. Dentro de este contexto, se continuará con la política iniciada en 1992 en términos de darle un mayor rol al mercado y a los agentes privados en la determinación del precio de la divisa.

En cuanto a la apertura financiera externa, el Banco Central continuará facilitando la reinserción de la economía chilena en el mercado internacional de capitales. Dicha orientación, que ha marcado el accionar del Instituto Emisor durante el último tiempo, se ha traducido en una gradual relajación de las restricciones cambiarias y simplificación de su normativa. Es preciso enfatizar, no obstante, que la gradualidad se estima crucial en este proceso, tanto para evitar intensos y rápidos cambios en precios relativos claves, que pueden desviarse notoriamente de sus valores de tendencia de mediano y largo plazo, como porque la economía chilena aún presenta rasgos estructurales que la hacen vulnerable a cambios en el entorno internacional, tales como su elevada deuda externa, su alta dependencia del cobre y la incipiente diversificación de su oferta exportable.

II. POLÍTICA MONETARIA

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

Durante 1992, el Banco Central de Chile ha continuado utilizando como principal instrumento de política monetaria la tasa de interés real que ofrece pagar en sus captaciones de corto plazo en el mercado financiero. Atendiendo a las condiciones macroeconómicas prevalecientes en la economía, dicha tasa se ha administrado con el objetivo de compatibilizar la evolución del gasto con la capacidad productiva de la economía y con una inflación decreciente en el tiempo. En este contexto, los agregados monetarios se han ajustado pasivamente a los saldos demandados por el público, es decir, el Banco Central únicamente ha provisto la liquidez necesaria para materializar el nivel de gasto que desea validar.

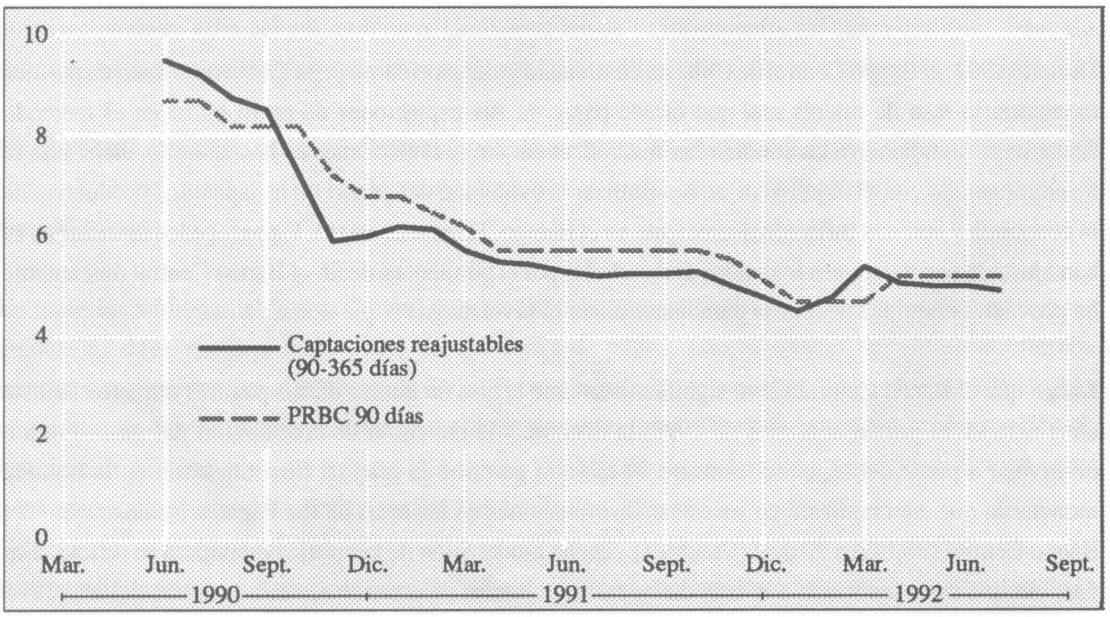
Luego que el Banco Central elevó significativamente la tasa de interés de sus pagarés durante el ajuste efectuado en el primer semestre de 1990, la disminución del ritmo de crecimiento del gasto interno observada a partir del segundo trimestre de ese año permitió la gradual flexibilización de la política monetaria, que se manifestó en sucesivas disminuciones en las tasas de los Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) a 90 días (Cuadro 1). Dicha moderación de la política monetaria se reflejó, a su vez, en una clara tendencia a la baja de las tasas de interés de mercado en el transcurso del año 1991 (Cuadro 2). Las políticas monetaria y fiscal permitieron un incremento moderado de la actividad económica durante 1991, verificándose, empero, una aceleración hacia fines de ese año y comienzos de 1992. A objeto de prevenir eventuales presiones inflacionarias originadas en el aceleramiento del gasto de la economía, el Instituto Emisor elevó la tasa de interés anual de los PRBC a 90 días, de 4,7% a 5,2%, en marzo de 1992 y a 5,7% en agosto. No obstante el aumento de las tasas de interés de mercado que ello implicó, el nivel de estas tasas se mantuvo similar a sus valores históricos, a pesar del extraordinario aumento en el gasto en inversión, lo que sugiere una positiva evolución del ahorro interno.

Las tasas de mercado y las de los PRBC han guardado una estrecha relación (Gráfico1). En efecto, desde mediados del año 1990 hasta junio de 1992, la tasa anual a la cual el Banco Central ofreció sus pagarés reajustables a 90 días disminuyó de 8,7% a 5,2% (Cuadro 1), en tanto la tasa de captaciones reajustables entre 90 y 365 días se redujo, en promedio, de 9,5% en 1990 a 5% en los primeros siete meses de 1992 (Cuadro 2). La citada relación se hizo más nítida a partir del segundo semestre de 1990, al suspender el Instituto Emisor la venta de documentos reajustables de mayor plazo a través de la modalidad de ventanilla abierta.

Desde ese momento, el principal instrumento de política monetaria utilizado por el Banco Central ha sido

Gráfico 1

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

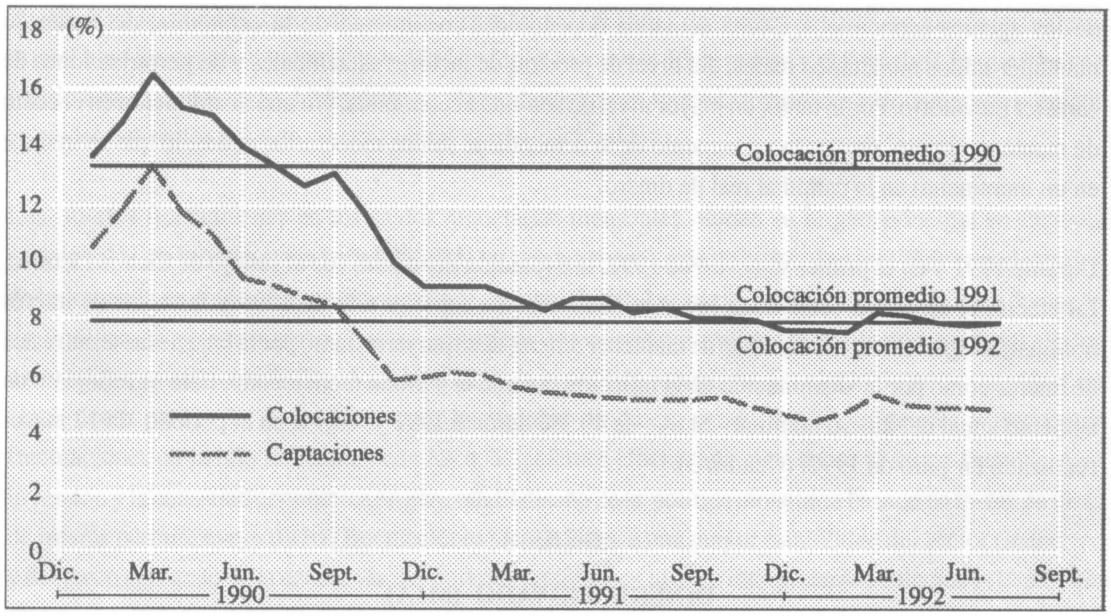


el PRBC a 90 días, documento que siguió siendo ofrecido diariamente bajo la modalidad de ventanilla abierta. En forma paralela, han continuado vendiéndose, semanalmente, Pagarés Descontables (PDBC) a 30 días, a tasas nominales variables, con el objeto de permitir al sistema financiero invertir fondos de corto plazo. La tasa a la cual se emiten dichos documentos lleva implícita una estimación de la inflación del mes en curso.

Si bien las tasas de interés de los PRBC y de los PDBC son determinadas por el Banco Central, las tasas de interés más relevantes para las decisiones de gasto de la economía son las tasas de interés reales de colocación y captación de fondos del sistema financiero. Dichas tasas han seguido la evolución de las tasas fijadas por el Banco Central, aunque la tasa de colocación, que afecta particularmente las decisiones de inversión, ha experimentado una trayectoria algo más pronunciada que la de captación, descendiendo en promedio de 13,3% para operaciones de 90 a 365 días en 1990, a 8,5% en 1991 y a 7,9% en los primeros siete meses de 1992. El diferencial de tasas –spread– medio bancario para estas operaciones disminuyó en 0,7 puntos porcentuales durante 1991 (en parte influido por la reanudación de la remuneración al encaje, según la variación de la UF), y en 0,1 puntos porcentuales a julio de 1992 (Gráfico 2 y Cuadro 2).

Gráfico 2

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



En síntesis, la política monetaria seguida por el Banco Central de Chile en el último tiempo ha consistido en fijar solamente las tasas de sus pagarés de 30 y 90 días y en licitar pagarés a plazos mayores.

El objetivo es utilizar como instrumento de política monetaria las tasas de interés de corto plazo –en una modalidad similar a la usada por varios países desarrollados del mundo– y dejar al mercado la determinación de las tasas de interés a plazos mayores. Conjuntamente con lo anterior, se estimó conveniente volver a ofrecer instrumentos a mayor plazo con el objeto de mejorar la distribución del perfil de vencimientos de la deuda interna del Banco Central, que se había tendido a concentrar en el corto plazo luego de la suspensión de la emisión de pagarés de largo plazo con posterioridad al período de ajuste. Es así como se ha extendido sucesivamente el plazo de nuevos documentos emitidos, a través de una modalidad de licitación de cupos determinados con anticipación, inicialmente con la colocación de pagarés reajustables a un año y, posteriormente, con la venta de documentos a cuatro, seis, ocho y diez años plazo.

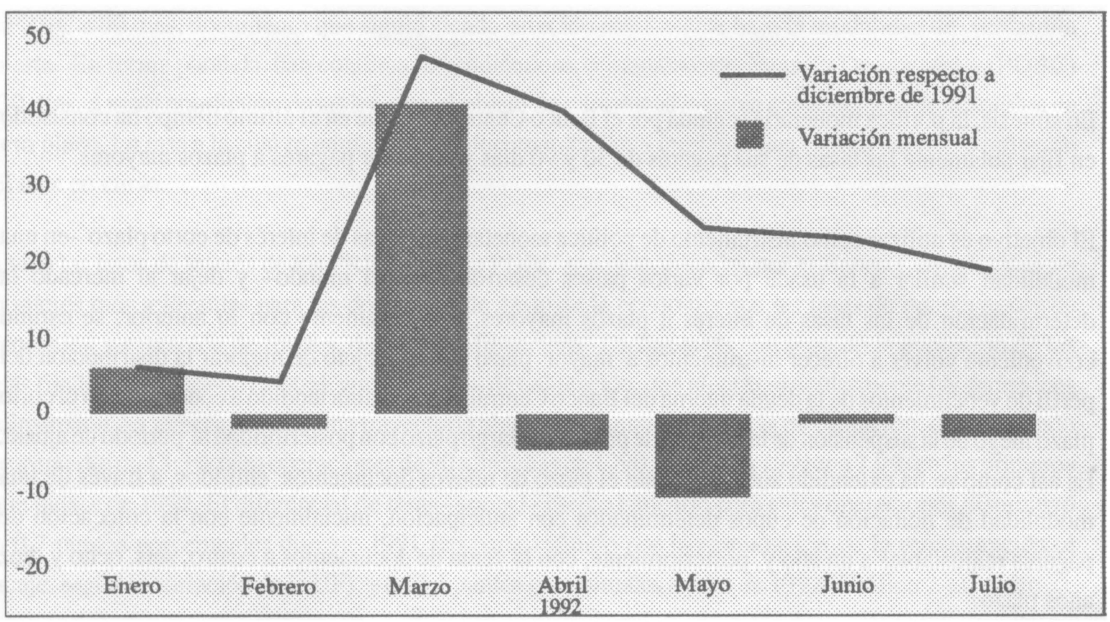
II.2 La evolución de los agregados monetarios

Con una política monetaria basada en las tasas de interés, como la seguida por el Banco Central de Chile, la evolución de la cantidad nominal de dinero refleja principalmente la trayectoria de la demanda de dinero de los agentes económicos. Dicha demanda depende del crecimiento de la economía, del costo de mantener saldos monetarios reales, del nivel de precios, de factores estacionales y de perturbaciones de carácter transitorio. Por lo tanto, un mayor nivel de actividad económica, y/o una disminución en el costo de mantener dinero, provocan un aumento de la demanda de saldos monetarios reales, lo que se traduce en un incremento en la cantidad real de dinero.

Durante 1991 y en el primer semestre de 1992, la evolución del dinero fue el reflejo de dichos factores. En efecto, la actividad económica fue significativamente superior a la de 1990 y las tasas de interés nominales, representativas del costo de mantener dinero, disminuyeron tanto por la baja de las tasas reales de interés como por la disminución de la inflación durante el período mencionado. Esto se reflejó en un aumento anual del dinero nominal –M1A– de 40,3% durante 1991 y 46,1% en el período de 12 meses finalizado en julio de 1992. (Cuadro 3).

Gráfico 3

DINERO PRIVADO (M1A)
(Porcentajes)



Lo anterior revela la alta sensibilidad que tiene en Chile la demanda de saldos monetarios respecto, principalmente, del costo de mantener dinero. Dado que las tasas de inflación mensuales son muy variables, dicha relación se manifiesta en una marcada volatilidad del dinero (Gráfico 3). Un ejemplo extremo de este fenómeno se observó este año en marzo, cuando la cantidad nominal de dinero aumentó 40,9%. Este inusitado incremento se explica por la caída del nivel de precios en 0,6% registrada en febrero, la cual hizo disminuir el valor de la unidad de fomento entre el 10 de marzo y el 9 de abril, lo que a su vez indujo una sustitución desde depósitos a plazo, depósitos en moneda extranjera y documentos públicos en poder del sector privado, hacia cuentas corrientes líquidas.

Las fuertes fluctuaciones en los saldos monetarios mensuales tienen su origen principal en factores estacionales, en la comentada variabilidad de las tasas mensuales de inflación y en movimientos aleatorios de la demanda de dinero. Es precisamente por esta variabilidad y erraticidad en la evolución de la demanda de liquidez en el corto plazo, que se considera inconveniente utilizar la evolución mensual de los agregados monetarios más líquidos como meta de la política monetaria. En efecto, intentar mantener un crecimiento parejo de la emisión o de la cantidad de dinero produciría significativas y frecuentes fluctuaciones en la tasa de interés, con los consiguientes efectos adversos sobre el sector financiero, la inversión y la actividad económica en general. El diseño de la política monetaria basada en metas de tasas de interés permite evitar dichas fluctuaciones y contribuye a una mayor estabilidad del sector financiero y del gasto agregado de la economía. Lo anterior no significa ni debe interpretarse como que la evolución de los agregados monetarios no juegue ningún rol en la conducción de la política monetaria. Por el contrario, dicha evolución cumple con la importante función de servir como indicador de política monetaria en plazos más largos.

Durante 1991 y el primer semestre de 1992 también la emisión ha presentado grandes variaciones de un mes a otro. El mayor aumento en la emisión ocurrió en marzo de 1992, alcanzando a 71,5%. Este inusitado crecimiento también se explica por la inflación negativa registrada en el mes de febrero, que significó un aumento transitorio en la rentabilidad para los bancos de mantener saldos líquidos en caja (encaje), en comparación con inversiones en los pagarés del Banco Central. (Cuadro 3).

Las variaciones de la emisión tienen su origen básicamente en las operaciones de cambio y en la colocación neta de instrumentos financieros del Banco Central. Durante 1991 y 1992 las operaciones de cambio contribuyeron a incrementar la emisión, mientras que la colocación neta de pagarés tuvo un efecto contrario. Sin embargo, es necesario destacar que, con la excepción del ya comentado y atípico comportamiento del mes de marzo de 1992, siempre que las operaciones cambiarias alcanzaron una magnitud importante o que hubo vencimientos considerables de su deuda interna, el Banco Central esterilizó sin mayores dificultades la emisión generada por esos conceptos a través de la colocación de

nuevos pagarés. Un ejemplo de esto ocurrió en mayo de este año, cuando la emisión disminuyó significativamente a pesar de que el Banco Central debió comprar una cantidad importante de divisas. La misma capacidad de control sobre sus pasivos líquidos ha mostrado el Banco Central cuando ha enfrentado períodos de fuerte concentración de vencimientos de sus pagarés, como sucedió en julio último.

III. LA POLÍTICA Y LA INSTITUCIONALIDAD CAMBIARIAS

III.1 La política cambiaria

Durante los últimos años, la política cambiaria ha procurado mantener el tipo de cambio real estable y en un nivel compatible con el equilibrio externo de la economía a mediano plazo, amortiguando las presiones transitorias que le pudieren conferir inestabilidad, habida consideración de la importancia de este precio para promover el desarrollo del sector exportador chileno. El considerable desarrollo exhibido por dicho sector –entre 1985 y 1991 el valor de las exportaciones de bienes distintos del cobre más que se duplicó, creciendo a un ritmo anual promedio cercano al 18%– refleja, en parte, los resultados de esta política. Asimismo, las exportaciones de bienes y servicios pasaron de representar un 26% del PGB real en 1985 a un 33% en 1991, lo que resalta la importancia de este sector en el crecimiento global de la economía chilena durante el período mencionado.

Lo anterior no significa que el tipo de cambio real deba permanecer inmutable. No puede olvidarse que la evolución y tendencia de largo plazo del tipo de cambio real, como la de cualquier precio, es afectada adicionalmente por factores ajenos a la política del Banco Central. En tal sentido no es posible, ni tampoco conveniente, que el Banco Central contraríe sistemática y permanentemente las tendencias que el mercado y las cambiantes condiciones de inserción de la economía chilena en la economía internacional imprimen a esta variable. Esto no significa abogar por una total flexibilidad cambiaria, dado que el tipo de cambio suele presentar grandes fluctuaciones y el mercado sobrerreaccionar ante fenómenos transitorios. Estas fluctuaciones pueden tener efectos negativos sobre el control de la inflación y sobre los flujos de comercio, la inversión y el nivel de actividad interno, por cuanto generan un alto grado de incertidumbre con respecto a este precio relativo clave. Adicionalmente, si se producen presiones transitorias relativamente prolongadas, el tipo de cambio, en ausencia de intervención del Banco Central, puede permanecer por un período significativo en niveles a la larga insostenibles, produciendo un grave daño a las actividades productoras de bienes transables y, en definitiva, a toda la economía. Por ello, el rol del Banco Central es especialmente importante al atenuar fluctuaciones transitorias que puede presentar esta variable. Cabe destacar que en la medida que se continúe con la diversificación de las exportaciones y con una menor carga relativa de la deuda externa, y que en el mercado financiero se desarrolle la provisión de instrumentos de cobertura de riesgos, la labor del Banco Central en la estabilización cambiaria se verá parcialmente aliviada.

En síntesis, el Banco Central ha continuado ejerciendo plenamente su rol de atenuar fluctuaciones transitorias significativas en el valor de la divisa; sin embargo, ha estado también vigilante frente a la manifestación de cambios estructurales que induzcan una modificación en el valor real de largo plazo de

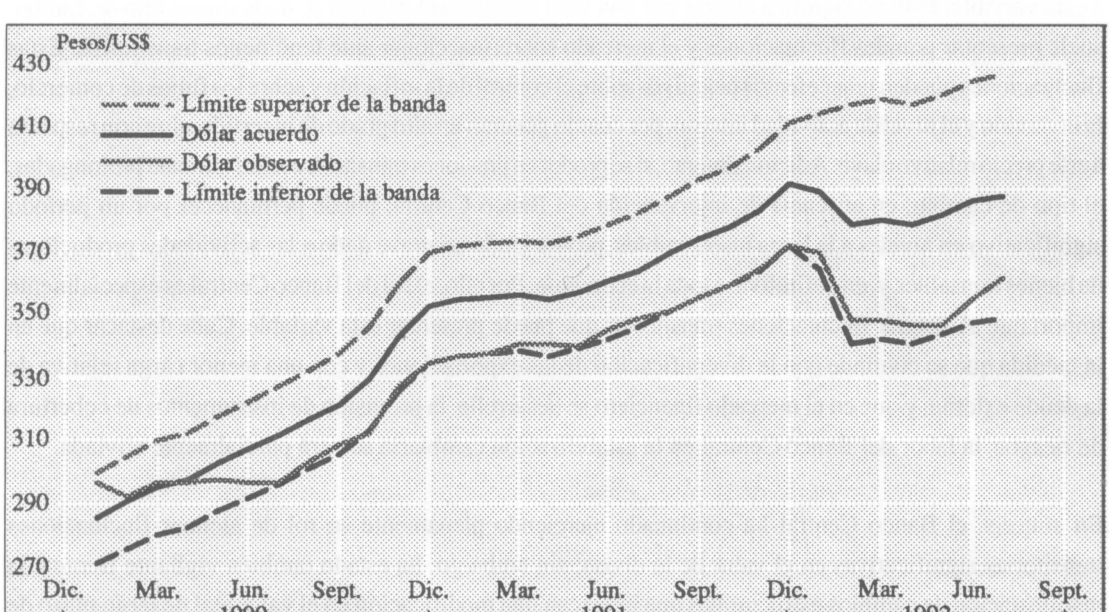
la paridad cambiaria, evento en el que no es posible, ni conveniente, desconocer dichas nuevas circunstancias de carácter permanente.

Durante el bienio 1990-91, el Banco Central prosiguió, en términos generales, con la modalidad cambiaria de los años previos. En efecto, el valor del dólar acuerdo fijado por el Banco Central se reajustó conforme a la variación de la Unidad de Fomento, descontando el equivalente a la inflación externa pertinente para Chile. 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 fuera fijada en junio de 1989 y que estableció el rango dentro del cual el tipo de cambio medio bancario (o dólar observado) podía oscilar libremente.

No obstante, desde mediados de 1990 y durante 1991 el valor del dólar se mantuvo persistentemente en o cerca del límite inferior de la banda de fluctuación (Gráfico 4). Dicha situación se explicó por el notable ingreso de capitales externos de corto y largo plazo, por la positiva evolución del comercio exterior y por

Gráfico 4

VALORES DEL DOLAR
(Promedios mensuales nominales)



el término del período de incertidumbre política que prevaleció en el bienio 1988-89. Enfrentado a esta situación, el Banco Central junto con desestimular la entrada de capitales de corto plazo, esterilizó el impacto monetario de las operaciones de cambio, evitando validar las presiones para revaluar el peso mientras no estuviera razonablemente seguro de que se trataba de un cambio estructural y no transitorio de los determinantes del valor real del dólar.

La mantención del dólar observado en torno al nivel inferior de intervención de la banda durante buena parte de 1990 y 1991 le significó al Banco Central adquirir US$ 1.500 y US$ 3.000 millones en cada uno de esos años, respectivamente, limitándose así una caída mayor del tipo de cambio. Con el objeto de evitar la correspondiente expansión monetaria, el Instituto Emisor emitió deuda interna para esterilizar el efecto de la compra de divisas, por la cual pagó una tasa de interés mayor de la que recibió por las reservas internacionales que adquirió. Este hecho, aunque no inducía por sí mismo desequilibrios de consideración en el corto y mediano plazo, afectaba negativamente la situación financiera del Banco Central y contribuiría, en el largo plazo, a generar un desahorro a nivel global.

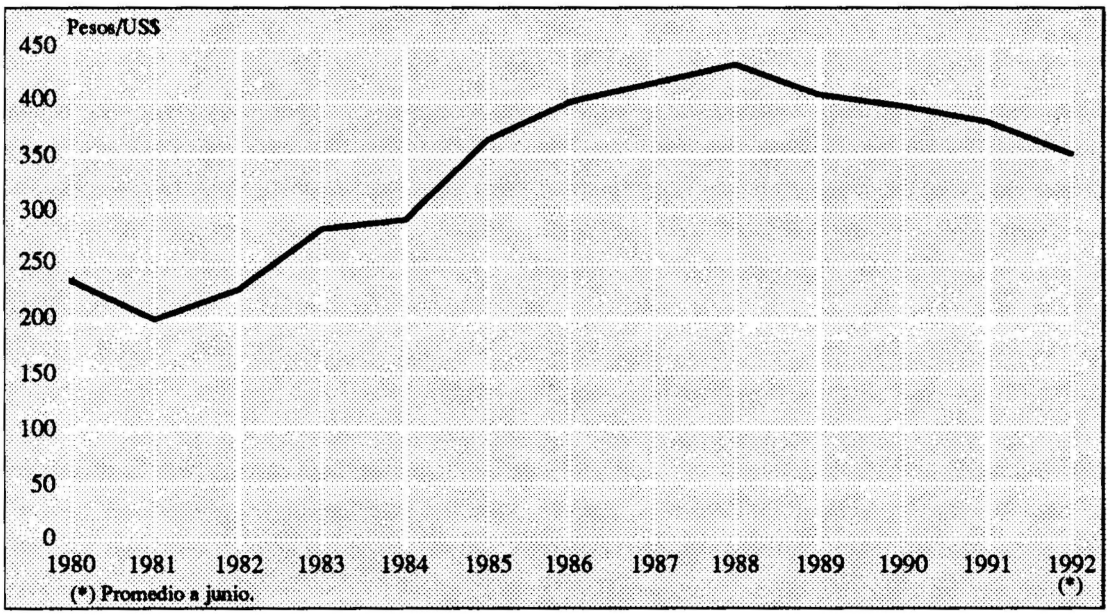
No obstante lo anterior, teniendo en cuenta que una parte importante de la entrada neta de divisas se originaba en movimientos de capitales especulativos motivados por el arbitraje transitorio de tasas de interés con el exterior –que se había tornado crítico por el despliegue de una política monetaria bastante expansiva en los Estados Unidos– el Consejo del Banco Central desincentivó, a través de una serie de medidas, el ingreso de capitales de corto plazo. La más significativa se implementó en junio de 1991, al establecer un encaje de 20% a los créditos externos. Dicha medida tiene por objeto igualar el costo de endeudarse en moneda extranjera a las tasas de interés de equilibrio interno, particularmente para plazos inferiores a un año, por lo que se aplica sólo durante el primer año del crédito. Para créditos externos de plazos superiores, el encaje marginal es cero.

Frente a los cambios más estructurales, empero, se redujo en 2% el tipo de cambio acuerdo, lo que fue complementado por una modificación legal consistente en una reducción de los aranceles aduaneros desde 15% a 11%. Estas medidas se implementaron debido a que se percibió con mayor claridad que parte del influjo de capitales a la economía chilena, así como del mejoramiento de las cuentas de comercio exterior, tenían un componente importante de naturaleza más permanente. Así, ambas medidas se introdujeron con el objeto de fortalecer el papel del ahorro externo en el financiamiento de la inversión.

Las políticas seguidas por el Banco Central fueron esenciales para evitar fuertes oscilaciones del tipo de cambio real y mantenerlo en un nivel adecuado. En efecto, a pesar de las acentuadas presiones a la baja, el tipo de cambio real medio (excluyendo América Latina) fue en 1991 sólo 3,8% inferior al de 1990 (Gráfico 5 y Cuadro 4).

Gráfico 5

TIPO DE CAMBIO REAL EFECTIVO SIN AMERICA LATINA
(Promedios anuales en pesos de junio de 1992)



Si bien importantes, las medidas cambiarias adoptadas durante 1991 fueron insuficientes tanto para detener el influjo de capitales privados de corto plazo como para incrementar significativamente el ahorro externo. En lo primero influyó esencialmente la política monetaria implementada por la Reserva Federal de los Estados Unidos, que continuó siendo mucho más expansiva y menos transitoria de lo esperado y previsible. Así, después de un año y medio, y a pesar de todas las medidas tomadas, el valor del dólar observado se mantenía en su valor mínimo de la banda y no había indicios de una posible recuperación. En materia de ahorro externo, hacia fines de 1991 la contundencia de los fundamentos estructurales de las presiones a la baja en el tipo de cambio real se hizo más evidente, acentuando el diagnóstico de mediados de año, y las cuentas externas seguían mostrándose extraordinariamente sólidas. En efecto, en 1991 la cuenta corriente registró, por primera vez en 15 años, un superávit, de US$ 143 millones; la deuda externa se reducía en términos relativos e incluso absolutos; y la reinserción de Chile en los mercados voluntarios de crédito se consolidaba. Estos elementos eran percibidos por el mercado, lo que incrementaba las expectativas de revaluación de los agentes económicos. Así, al disminuir el costo esperado de endeudarse en moneda extranjera y al tornarse la relación de arbitraje más favorable a la entrada de capitales de corto plazo, se acentuó la compra de divisas por parte del Banco Central.

La situación anterior, unida a la evaluación del profundo cambio experimentado en la posición externa permanente del país, condujo a que en enero de 1992 el Banco Central devaluara en 5% el dólar acuerdo y ampliara a ±10% la banda de fluctuación del dólar del mercado cambiario formal. En esa misma fecha se extendió el encaje en vigencia para los créditos externos a los depósitos en moneda extranjera (a la vista y a plazo) de los bancos comerciales.

La ampliación de la banda tuvo como objetivo incrementar el rol del mercado en la determinación de la paridad cambiaria, no obstante lo cual, con el objeto de suavizar fluctuaciones bruscas del tipo de cambio al interior de ella, en marzo se decidió que el Banco Central pudiese intervenir discrecionalmente dentro de los límites inferior y superior de la banda, mecanismo denominado "flotación sucia". Según ésta, el Banco Central tiene la opción de efectuar operaciones en los mercados cambiarios no sólo en los extremos de la banda sino también al interior de la misma. Durante el período de aplicación de esta medida, la intervención del Instituto Emisor ha contribuido a atenuar fluctuaciones inconvenientes del tipo de cambio y a reducir la influencia de elementos transitorios o especulativos en la determinación del precio de la divisa.

A pesar del esfuerzo desplegado, y frente a una nueva disminución en las tasas de interés en los Estados Unidos, las que alcanzaron su nivel más bajo en 30 años, el Instituto Emisor debió readecuar sus medidas anteriores y diseñar los instrumentos adecuados para enfrentar las nuevas condiciones en los mercados internacionales de capital. Es así como en mayo se tomó otra serie de medidas tendientes a mejorar la eficacia de las políticas monetaria y cambiaria, entre las que destaca la modificación al encaje a los créditos externos. Específicamente, se aumentó de 20% a 30% la tasa de encaje para las obligaciones con el exterior contraídas por las empresas bancarias diferentes a las ingresadas al amparo del Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales (CNCI), a la vez que se cambió la modalidad de cómputo de dicho encaje desde días hábiles bancarios a días corridos. El encaje a los depósitos en moneda extranjera se incrementó en igual magnitud. Asimismo, se estableció una línea de crédito de liquidez en dólares a ser utilizada por las empresas bancarias para constituir el encaje. En el caso de los créditos externos que ingresan al amparo del Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, se mantuvo la tasa de encaje en 20%, pero se aumentó el plazo de retención de dicho encaje de 90 días a un año. Posteriormente, en agosto, y con el fin de readecuar el costo del financiamiento en moneda extranjera al alza en las tasas de interés en moneda nacional que se produjo como consecuencia del incremento en las tasas de los PRBC a 90 días del Banco Central, se aumentó la tasa de encaje a 30% a los créditos externos ingresados al amparo del mencionado Capítulo XIV.

Por otra parte, a partir del 6 de julio de 1992, el Banco Central de Chile decidió modificar la regla cambiaria, a objeto de lograr una mayor independencia relativa en el manejo de su política monetaria. La

creciente integración de la economía chilena a los mercados internacionales de capitales había provocado una mayor interrelación entre las políticas monetaria y cambiaria internas y la situación financiera internacional, mientras que la modalidad cambiaria prevaleciente hasta esa fecha hacía excesiva la dependencia de la política monetaria de Chile con la de los Estados Unidos. En la nueva modalidad acordada por el Consejo del Banco Central, la regla cambiaria vincula la política monetaria doméstica a las políticas monetarias de los Estados Unidos, Alemania y Japón, y por tanto, la independiza de cada una de ellas en particular. De esta forma, la nueva regla confiere mayor equilibrio a la política cambiaria, habida cuenta de la tendencia reciente en la evolución de las tasas de interés en los Estados Unidos.

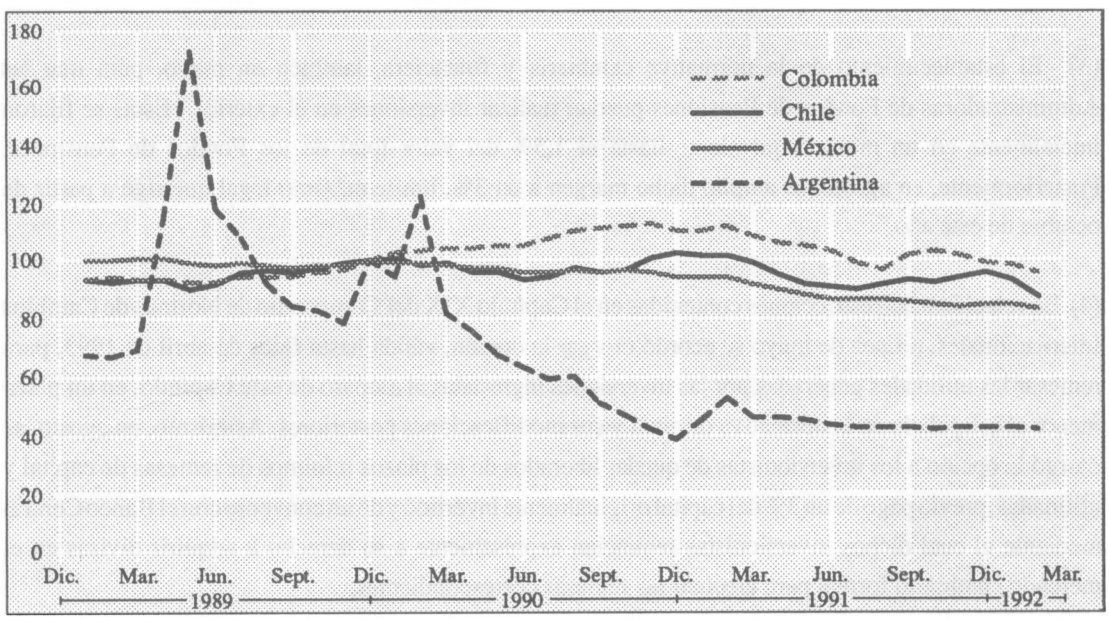
La nueva regla cambiaria liga la cotización del peso chileno al valor de una canasta de monedas, integrada en un 50% por el dólar de los Estados Unidos de Norteamérica, un 30% por el marco alemán y un 20% por el yen japonés. Las ponderaciones de cada moneda dentro de la canasta se derivan de la importancia relativa de las distintas áreas monetarias en nuestro comercio internacional. Esta nueva modalidad cambiaria opera sobre la base de las paridades dólar/marco y dólar/yen, las que conjuntamente con el valor del dólar acuerdo del día 3 de julio de 1992 fijaron el valor inicial de la canasta cambiaria para ese día en $ 271,41. De esta forma, la canasta quedo compuesta por 0,3497 dólares, 0,3182 marcos y 17,45 yenes. A partir de dicho valor inicial, el valor de la canasta se reajusta diariamente conforme a la variación de la Unidad de Fomento, descontando la inflación externa relevante para nuestro país. Esta última se ha estimado en 2,4% anual.

La naturaleza de esta regla cambiaria hace que el costo del financiamiento externo que enfrenta la economía chilena no sea el de los Estados Unidos, Alemania o Japón en particular, sino que dependa, además, de la variación que experimenten las paridades de las monedas de estos países en los mercados internacionales. Para un agente que se endeude en dólares, marcos y yenes en igual proporción a la contenida en la canasta referencial, dicho costo de endeudamiento corresponde al promedio ponderado del costo del dinero en esos tres países. A su vez, dado que el costo de financiamiento en Alemania es en la actualidad marcadamente superior al de Estados Unidos y Japón, esta medida implicó un desincentivo para el ingreso de capitales de corto plazo a la economía chilena, restando por tanto oferta de dólares al mercado y contribuyendo a un tipo de cambio relativamente más firme y estable.

Las políticas adoptadas por el Banco Central durante 1992 han permitido que durante la mayor parte del presente año el tipo de cambio observado se haya mantenido por sobre el límite inferior de la banda. Cabe destacar, asimismo, que si bien el tipo de cambio real era hacia fines del primer semestre de 1992 un 10% inferior al valor medio alcanzado en 1989, esta apreciación del peso chileno ha sido en general inferior a la experimentada por otros países de América Latina que han enfrentado influjos similares de divisas (Gráfico 6).

Gráfico 6

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



III.2 La normativa cambiaria

Durante 1991 y en el transcurso de 1992 el Banco Central continuó con su política de liberalización gradual de la cuenta de capitales. Las medidas adoptadas, unidas a lo realizado en años anteriores, sugieren que el actual grado de apertura de la cuenta de capitales es bastante alto. La secuencia de medidas adoptadas tendientes a una mayor movilidad de capitales y a una normativa cambiaria más simple, ha permitido que el diferencial cambiario entre el mercado formal e informal sea pequeño y estable, demostrando de paso el grado de libertad cambiaria existente en el país. En adición a las medidas tomadas en 1991, algunas de las más importantes modificaciones adoptadas en lo que va corrido de 1992 son las siguientes:

(1) El aumento, en marzo, de 5% a 10% de la proporción de retornos de exportación que queda liberada de ser liquidada en el mercado cambiario formal.

(2) La incorporación, en mayo, de normas que permiten la emisión de bonos en el exterior. Teniendo en cuenta las externalidades vinculadas a las primeras colocaciones de bonos de empresas privadas chilenas en el exterior así como el objetivo de gradualidad en la apertura de la cuenta de capitales, se optó por exigir requerimientos relativamente elevados a las empresas que opten por este mecanismo de financiamiento.

(3) El establecimiento de la normativa cambiaria y financiera, también en mayo, para que las Administradoras de Fondos de Pensiones puedan realizar inversiones en el exterior. Estas se fijaron inicialmente en un monto equivalente hasta el 1,5% del valor total de los Fondos de Pensiones. Posteriormente, en agosto, se amplió dicho margen a un 3%, límite máximo legal que rige a partir de octubre de este año.

(4) En relación a las restricciones contenidas en el Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, a fines de mayo se acordó otorgar la opción, válida hasta fines de abril de 1993, para remesar las utilidades generadas por las inversiones ingresadas al amparo de este Capítulo, en un plazo menor al estipulado en la normativa original y sus modificaciones posteriores. Asimismo, en agosto, se otorgó la opción a los inversionistas de quedar liberados de los plazos mínimos de remesas de capital y utilidades, previo pago de un 3% del capital originalmente invertido y de un convenio con el Banco Central mediante el cual dichos inversionistas renuncian expresamente a su derecho a adquirir divisas en el mercado cambiario formal para efectuar las remesas correspondientes.

(5) La virtual eliminación, en junio de este año, de los subsistemas de Fuentes y Usos, lo que tiende a simplificar notablemente la operatoria de los bancos en el mercado cambiario.

(6) Con el objeto de profundizar el mercado cambiario, en julio el Consejo del Banco Central resolvió liberalizar las operaciones de arbitraje de divisas que realizan los bancos, permitiendo la toma de posiciones en distintas divisas, sin límite fijado y sin necesidad de justificar las operaciones que se lleven a cabo con las mismas. Con un objetivo similar, en el mismo mes el Consejo del Banco Central decidió flexibilizar las normas sobre compraventa y arbitrajes a futuro y swaps de moneda extranjera. Se debe recordar que la normativa anterior establecía que los contratos por operaciones de compraventa a futuro de moneda extranjera debían hacerse en base al dólar acuerdo, imponía plazos mínimos y máximos a la duración del contrato y regulaba una serie de márgenes especiales para las operaciones a futuro. Entre estas últimas pueden mencionarse un descalce máximo permitido entre compras y ventas a futuro de un 20% del capital y reservas, límites a la posición en operaciones a futuro en distintas monedas y límites en cuanto a los plazos de dichas operaciones. Todas estas restricciones se traducían en un desarrollo muy limitado de este mercado. La actual normativa elimina las restricciones anteriores, quedando estas operaciones sujetas sólo al límite global de operaciones en moneda extranjera.

En términos generales se puede decir que los objetivos del Banco Central en esta materia han sido profundizar el mercado cambiario, liberalizar gradualmente la cuenta de capitales y simplificar la normativa cambiaria. Estos objetivos se han ido cumpliendo a cabalidad, en forma gradual y sostenida, y se seguirá en esta trayectoria en el futuro.

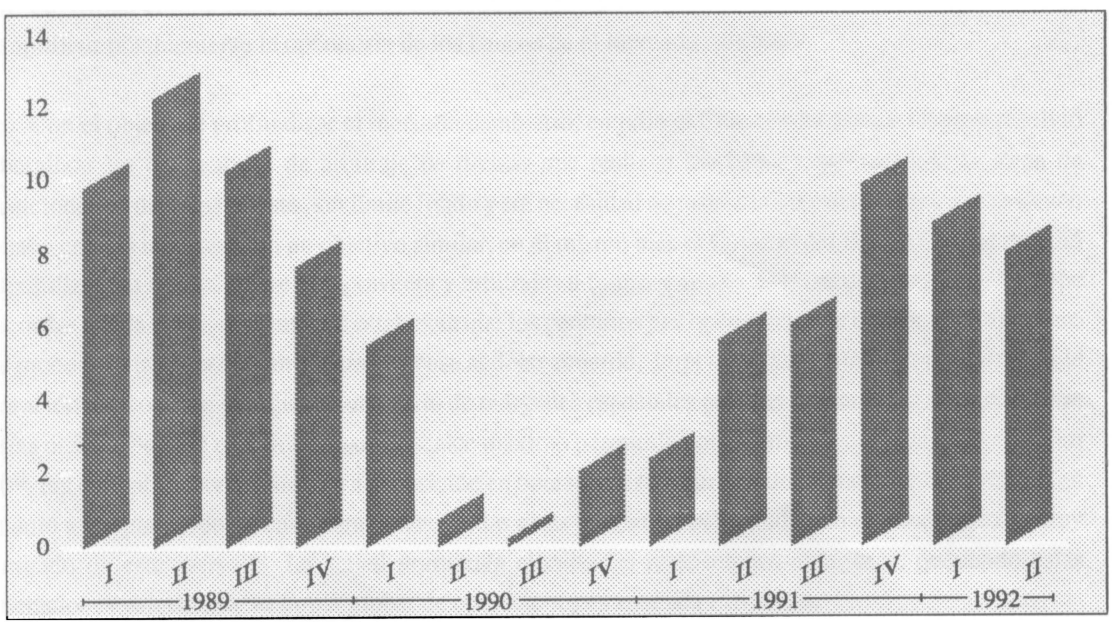
IV. GASTO GLOBAL, ACTIVIDAD ECONÓMICA Y EMPLEO

El producto geográfico bruto en el primer y segundo trimestre de 1992 fue superior en 8,8% y 8,1% respecto de los correspondientes trimestres del año anterior. Estas altas cifras de crecimiento confirman la consolidación del vigoroso incremento de la producción ocurrido desde mediados de 1991, el cual se materializó durante el año pasado en tasas de crecimiento trimestrales que se incrementaron desde 2,4% a comienzos de año hasta 9,9% en el último trimestre (Cuadro 5 y Gráfico 7).

Cabe consignar, no obstante, que dichas cifras son comparaciones en doce meses y, como tales, registran la evolución promedio de la actividad económica durante dichos doce meses y no necesariamente lo que está ocurriendo al final de los mismos. Este último concepto, esto es, el impulso de la actividad económica en cada momento del tiempo, se puede apreciar mejor a través de la comparación del producto global de cada trimestre respecto de aquel inmediatamente anterior, ambos depurados de las distorsiones introducidas por las características estacionales de la producción a lo largo del año. Al realizar dicho ejercicio se

Gráfico 7

TASA DE CRECIMIENTO DEL PGB TRIMESTRAL
(Porcentajes)



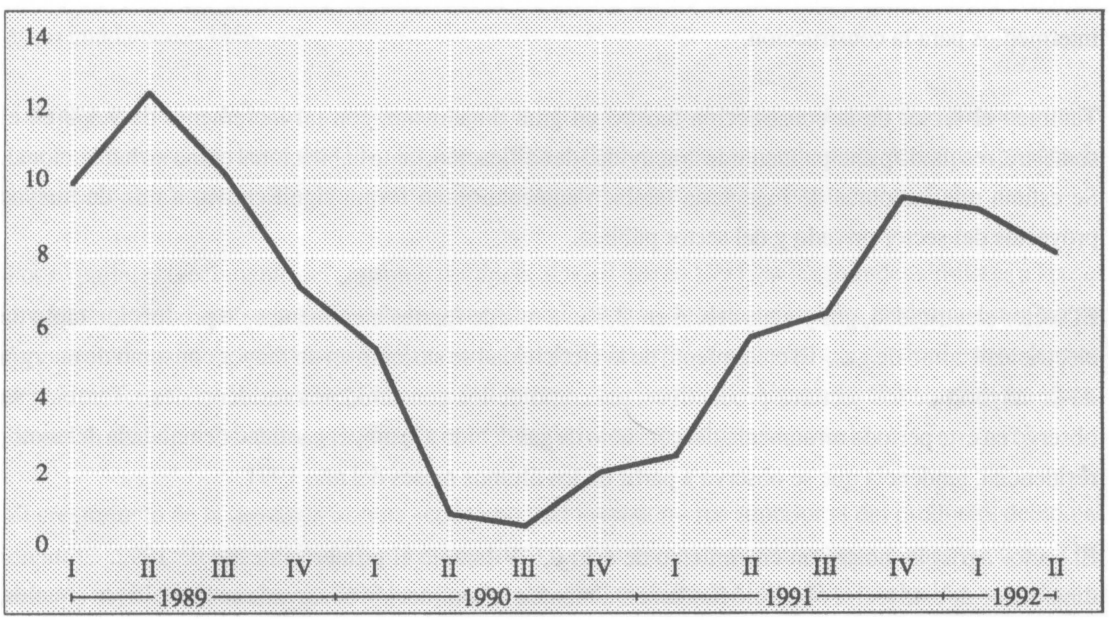
observa que la dinámica de la economía alcanzó su máxima velocidad hacia el cuarto trimestre del año anterior, mientras que en el primer semestre de 1992 el ritmo de crecimiento de la actividad, si bien todavía elevado, se habría tendido a moderar (Gráfico 8). No obstante lo anterior, el gasto interno mostró una dinámica diferente. En efecto, mientras en el segundo semestre de 1991 éste creció en 8%, en el primer semestre de este año dicha cifra se elevó a 11,6%. Debe destacarse, en todo caso, que este crecimiento ha estado fuertemente liderado por la inversión en capital fijo.

Al analizar la actividad en su origen, se observa que el importante dinamismo alcanzado por la producción en el primer semestre de 1992 se manifestó en casi todos los sectores de actividad económica, incluyendo la pesca, el comercio, la construcción, la industria y los sectores de electricidad, gas y agua y de transporte y telecomunicaciones. La única excepción fue el sector de la minería (Cuadro 6).

Con un crecimiento de 15,0% en el primer semestre, el sector pesca fue el más dinámico de la economía. Este incremento se debió a mayores capturas tanto para el destino industrial como para el consumo fresco. Especial importancia tuvo la recuperación de la actividad en la Zona Norte, la que se ha visto favorecida

Gráfico 8

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



por el fenómeno natural de la "Corriente del Niño". Este trasladó el recurso pesquero hacia la costa, permitiendo un mayor volumen de captura. También destacó el incremento de la actividad de los centros de cultivos de salmón, trucha y otras especies que se han desarrollado en los últimos años.

Con un aumento de 13,7%, el sector transporte y comunicaciones sigue ubicándose como uno de los de mayor crecimiento en la economía. Al igual que en años anteriores, su aumento se debió principalmente al incremento de las comunicaciones, cuya expansión fue consecuencia del mayor volumen de servicios prestados, lo que se sustenta en los programas de inversión efectuados con anterioridad y que se han continuado desarrollando en este subsector.

El alza de 12,6% en la actividad comercial, por su parte, fue impulsada por los incrementos observados en la comercialización de productos importados. Cabe recordar que las importaciones de bienes y servicios se expandieron durante el primer semestre en 23%.

La industria manufacturera creció en 9,6% durante el primer semestre del año. La mayoría de las ramas de actividad tuvieron un buen resultado, con aumentos de mayor importancia en la industria productora de maquinaria no eléctrica, imprentas, fabricación de vidrio, fabricación de papel y celulosa, productos de caucho, productos minerales no metálicos y material de transporte. En el caso de la industria alimenticia destacaron los incrementos en los productos lácteos y harina de pescado. Cabe señalar que las exportaciones de bienes industriales presentaron un fuerte aumento en este semestre, observándose también crecimientos significativos en las industrias productoras de bienes de capital y de bienes intermedios para la construcción.

También el sector de la construcción mostró un gran dinamismo, con un incremento de 9,5% en el semestre, resultado principalmente de la actividad de edificación, tanto habitacional como no habitacional. Se estima que las obras de ingeniería también aumentaron en forma significativa, a raíz de nuevos proyectos del sector privado y del sector público.

El sector electricidad, gas y agua creció en 8,7%, a raíz de fuertes incrementos de producción tanto de electricidad como de gas. El crecimiento de la electricidad se sustentó en un mayor consumo de energía de la mayoría de los sectores productivos, así como de los consumidores residenciales. También se observó en este período un aumento del consumo de gas debido a la mayor cantidad demandada del sector residencial, tendencia que se observa a partir de los últimos meses del año 1991.

El sector agrícola mostró un crecimiento de sólo 0,6% durante el primer semestre de 1992. El menor dinamismo de este sector obedeció fundamentalmente a la contracción observada en los cultivos anuales,

afectados tanto por la menor superficie sembrada como por las expectativas de menores rendimientos. No obstante, cabe señalar que en los años previos se habían alcanzado niveles récord, difíciles de repetir en un año agrícola con condiciones climáticas adversas. Por otra parte, aunque la actividad frutícola mostró una mayor actividad en comparación al conjunto del sector agropecuario-silvícola, en el subsector pecuario se produjo una fuerte disminución de la disponibilidad de animales para beneficio, incrementándose las importaciones de carnes frescas para satisfacer la demanda interna. Esto último ocurrió a pesar del aumento en la producción de carne de aves y porcinos.

Finalmente, el sector menos dinámico durante el primer semestre de 1992 fue el de la minería, cuya producción disminuyó 2,2% en relación al mismo período del año anterior. Esto fue consecuencia tanto de problemas de producción como de caídas en la demanda de algunos minerales. El incremento en la producción de cobre debido a La Escondida no alcanzó a compensar la caída observada en la actividad de la Gran Minería del Cobre y en la producción de hierro, carbón y petróleo.

Desde el lado de la demanda, el crecimiento de la economía fue impulsado por el significativo crecimiento de la inversión en capital fijo, que superó en 17% el nivel alcanzado durante el primer semestre de 1991 (Cuadro 7). Esta expansión se reflejó tanto en el dinamismo de la construcción como de las compras de maquinaria y equipos. Tal como se señaló anteriormente, la inversión en construcción, que constituye cerca del 55% de la formación bruta de capital fijo, creció en 9,5%. Las importaciones de bienes de capital, en tanto, que constituyen algo más del 40% de la inversión fija total, experimentaron un crecimiento en valor de 33%. Por último, la producción interna de bienes de capital en la industria nacional, creció en aproximadamente 14%.

Las exportaciones de bienes y servicios, por otra parte, también mostraron un gran dinamismo, con un crecimiento en el semestre de 11%. Esto se explica en buena parte por el aumento de los volúmenes de exportaciones distintas de cobre, que se incrementaron en cerca de 17% durante el período.

Por su parte, el crecimiento del consumo continuó, al igual que en 1991, en magnitudes similares a las del producto global. Esto, pese al elevado incremento en la compra de bienes durables, dado que estos bienes representan una proporción menor del consumo total. Cabe señalar, además, que desde el punto de vista de su impacto sobre los precios y la actividad interna, las compras de bienes durables tienen un efecto limitado, debido a que en su gran mayoría se trata de bienes de origen importado.

El crecimiento de la demanda interna –consumo más inversión– fue superior al del producto, debido al importante dinamismo exhibido por las importaciones de bienes y servicios, que aumentaron en 23% durante el primer semestre de 1992 comparado con igual período de 1991. Esta evolución se explica, a

su vez, por los deprimidos niveles que registraron las importaciones en el primer semestre de 1991, la evolución del tipo de cambio real, la vigorosa expansión económica y el incremento de la inversión.

Finalmente, debe destacarse que la favorable evolución del sector productivo y del incremento de la inversión ha reducido la tasa de desempleo a sus niveles más bajos desde comienzos de la década de los setenta. En efecto, durante el trimestre abril-junio del presente año, el desempleo a nivel nacional fue de sólo 4,9% de la fuerza de trabajo. Esto se produjo a pesar del importante aumento de la oferta de la fuerza de trabajo en el transcurso de 1992, ya que éste fue largamente superado por la creación de 220.000 nuevos empleos al año hacia junio último. La tasa de crecimiento en doce meses de la fuerza de trabajo ha estado sistemáticamente por sobre 1,5% en el curso de 1992, llegando a 3% en junio último, cifras muy superiores a las de los primeros seis meses de 1991. Este mismo fenómeno se observa en cuanto al total de personas ocupadas. (Cuadro 8).

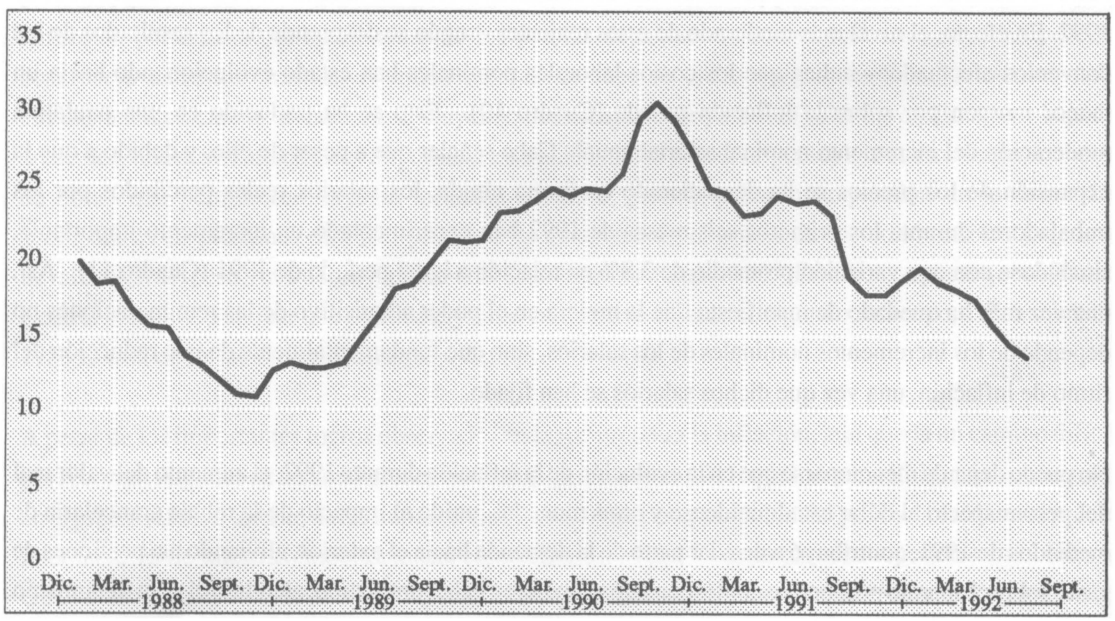
V. INFLACIÓN Y REMUNERACIONES

La trayectoria declinante de la inflación continuó mostrando avances importantes durante el primer semestre de 1992. En efecto, la variación acumulada en los primeros siete meses del presente año se situó en 5,5%, cifra equivalente a la mitad de lo acumulado en igual período de 1991. De este modo, el incremento en los precios al consumidor en doce meses a julio fue de 13,7%, cifra significativamente inferior al 24 % registrado en julio de de 1991. Cabe recordar que la inflación anual a fines de 1991, de 18,7%, ya había experimentado una baja sustancial respecto de fines del año anterior, cuando alcanzó a 27,3%. La positiva evolución de los precios al consumidor durante los primeros siete meses de 1992 constituye un antecedente auspicioso para el resultado final que se obtenga en materia de inflación a lo largo del año (Cuadro 9 y Gráfico 9).

Estos importantes avances en el proceso antiinflacionario se debieron principalmente a la perseverancia en la mantención de las políticas monetaria y fiscal coherentes aplicadas en los dos años previos, y a la apreciación del peso tras las medidas cambiarias de enero. Es fundamental reiterar, sin embargo, que la

Gráfico 9

INDICE DE PRECIOS AL CONSUMIDOR
(Variación en 12 meses)



mantención de una política monetaria y fiscal prudente y cautelosa es una condición indispensable para que los avances registrados en materia de reducción del ritmo de crecimiento de los precios se consoliden y se incorporen a una trayectoria sólida y efectiva de menor inflación.

Al respecto, cabe recordar que la rigurosa política de ajuste macroeconómico aplicada durante 1990 y la prudente y coherente política monetaria y fiscal de 1991 fueron fundamentales para controlar el proceso de aceleración de los precios internos iniciado en los años previos. La adopción de medidas para restringir la expansión del gasto, el adecuado equilibrio de las cuentas fiscales y la responsable conducción monetaria, crearon las bases necesarias para frenar y revertir esa tendencia. Fue así como el impacto antiinflacionario de estas políticas se hizo plenamente efectivo en 1991, año a partir del cual se comenzaron a ver los frutos de la transmisión a precios y a salarios de estas decisiones. Durante el año en curso, el Banco Central se ha mantenido permanentemente atento a la evolución del gasto, procurando que este último crezca a tasas compatibles con aumentos de la producción que eviten presiones inflacionarias de demanda. Tal comportamiento es indispensable para asegurar reducciones inflacionarias perdurables en el tiempo, pues las caídas de la tasa de inflación que derivan de disminuciones de costos se desvanecen prontamente si se llega a materializar una demanda interna que presione excesivamente sobre la capacidad productiva de la economía.

La tendencia hacia una menor inflación, producto de las políticas aplicadas en el bienio anterior, queda de manifiesto no sólo al observar la trayectoria de la inflación, sino que también la de la evolución de los reajustes salariales iniciales comprendidos en los contratos colectivos durante 1991 y lo transcurrido de 1992. En efecto, el nivel más moderado de estos reajustes –según se desprende de los resultados de los convenios efectuados– indica que los costos laborales nominales han estado evolucionando hacia un menor margen por sobre la inflación pasada (Cuadro 10). Esto se ha traducido en una paulatina moderación del incremento nominal salarial anual. Cabe señalar que a pesar de ello, y debido a que la expansión de los precios se ha desacelerado en forma rápida, los salarios reales percibidos por los trabajadores durante los primeros seis meses de 1992 han experimentado un incremento importante, situándose con una variación promedio de 3,8% en relación a igual período de 1991 (Cuadro 11). Así, una vez más ha quedado de manifiesto que la mejora en el poder adquisitivo de las remuneraciones no depende de los incrementos nominales de los salarios, sino que fundamentalmente de una reducción del ritmo de inflación, una vez que dichos salarios se han fijado.

No puede dejar de mencionarse que en la evolución de la inflación durante 1992, el aumento del valor real del peso respecto al dólar estadounidense y otras monedas, unido al impacto de la rebaja arancelaria de mediados de 1991, contribuyó a desviar parte de la demanda hacia el exterior, aliviando así presiones de gasto sobre el aparato productivo doméstico que se pudieren haber producido, atendido el gran dinamismo

exhibido por el gasto interno, particularmente en inversión. Así, el rápido crecimiento de la demanda interna ha sido parcialmente acomodado por el aumento de las importaciones de bienes y servicios, que ha moderado el impacto del crecimiento del gasto sobre el nivel de actividad, contribuyendo a atenuar presiones inflacionarias de demanda.

El impacto que han tenido sobre la evolución de la inflación, durante el primer semestre de 1992, el menor tipo de cambio real y la trayectoria previa de algunos precios se vio reflejado en el comportamiento específico de ciertos sectores de la economía. En efecto, a julio del presente año el rubro de alimentación experimentó un incremento promedio de sus precios de sólo 1%, lo cual incidió en forma importante sobre el índice general debido a su alta ponderación en la canasta de consumo. Cabe notar que este comportamiento de los precios de los alimentos se explica en parte por la apreciación del peso, pero también por una normalización del precio de algunos productos alimenticios que habían subido anormalmente durante el año anterior. Por otra parte, la trayectoria reciente de los precios al por mayor, que son particularmente sensibles al precio de los productos e insumos importados, también ha estado muy por debajo de la observada durante 1991, llegando a un incremento acumulado a julio de este año de sólo 3,4%.

Como se señaló, estas condiciones favorables para la reducción de la inflación deben ser capitalizadas mediante el manejo prudente y cauteloso de las políticas fiscal y monetaria, orientándolas a mantener un adecuado equilibrio macroeconómico y lograr así reducciones duraderas en la tasa de inflación. No debe olvidarse que un escenario favorable para la disminución de la inflación puede o no transformarse en una reducción persistente del crecimiento de los precios dependiendo de las políticas aplicadas y de la coherencia entre las mismas. A modo ilustrativo, cabe recordar que en 1988 hubo una serie de circunstancias bastante favorables –incluyendo una rebaja del impuesto al valor agregado, una rebaja de aranceles, una disminución en el impuesto a los combustibles y en el impuesto a la contratación de mano de obra– que permitieron bajar la inflación a 12,7%, pero la posterior expansión de la demanda, acompañada de presiones de costo producto de aumentos en el precio de los combustibles y de una devaluación del peso, revirtieron rápidamente esta situación durante 1989. En efecto, a pesar que el Banco Central comenzó a aplicar una política algo mas contractiva durante el segundo semestre, a diciembre de 1989 la tasa de inflación anual alcanzó a 21,4%.

A pesar de los importantes logros observados en la lucha contra la inflación, aún queda un camino difícil por recorrer. Algunas de las condiciones favorables presentes en 1991, que han permitido una disminución en el precio relativo interno de las importaciones, tales como la apreciación del peso y la caída en el precio internacional de nuestras importaciones, especialmente el petróleo, no parecen repetibles en el futuro. Otros elementos que también contribuyeron a una menor inflación, y que tampoco estarán disponibles en

el futuro próximo, fueron el margen de capacidad productiva que quedó disponible luego del ajuste de 1990 y la situación más holgada registrada en el mercado laboral en 1991. No obstante, tal como el Banco Central no vaciló en aplicar la política de ajuste en 1990, y tal como ha resistido firmemente cualquier tentación de aprovechar los choques de costos favorables de 1991 y 1992 para expandir el gasto por encima de las posibilidades reales de la economía, el Instituto Emisor continuará aplicando en forma global y coherente su política dirigida a reducir la inflación en forma gradual, pero sostenida.

Sin embargo, es imprescindible enfatizar la importancia de la contribución del Fisco, los empresarios y los trabajadores para alcanzar dicha meta en la forma más eficiente y al menor costo posible. Esta contribución incluye la moderación en la fijación de precios y salarios públicos y privados, tomando en cuenta la inflación futura en vez de la pasada, pero no se agota allí. En efecto, es evidente que en la medida que la autoridad fiscal mantenga el control riguroso de su presupuesto y, principalmente, de su propio gasto, y contribuya a controlar el ritmo de expansión del gasto privado, evitando generar presiones de demanda, el proceso de reducción de la inflación será más fácil y eficiente. Asimismo, en la medida que los empresarios y trabajadores se abstengan de adoptar posiciones proteccionistas que presionan hacia un encarecimiento artificial del costo de los productos importados –y la autoridad política se resista a ellas–, se evitarán presiones de costos desfavorables que afectan negativamente a los consumidores y al control del proceso inflacionario. Finalmente, en un contexto en que por primera vez en veinte años la escasez de mano de obra empieza a ser una limitante potencial al crecimiento, se torna fundamental para controlar la inflación que el gobierno, los empresarios y los trabajadores concierten sus esfuerzos para facilitar el desplazamiento de trabajadores desde las industrias en declinación, hacia las industrias y sectores productivos con verdadero futuro. En suma, la batalla contra la inflación está lejos de ser ganada y se requiere el concurso de todos para lograrlo. La firme decisión del Banco Central de evitar rebrotes inflacionarios es una garantía, pero la colaboración del resto de los agentes económicos es imprescindible si se desea minimizar los costos de la estrategia antiinflacionaria para la sociedad en su conjunto.

VI. EL SECTOR EXTERNO

VI.1 La cuenta corriente

De acuerdo con estimaciones iniciales, la cuenta corriente de la balanza de pagos del primer semestre cerró con un superávit de US$ 134 millones (Cuadro 12), lo que representa una disminución apreciable con respecto al superávit registrado en igual período del año anterior, que alcanzó a US$ 341 millones. Este cambio de nivel, que se manifestó con mayor fuerza en el segundo trimestre del año, obedeció fundamentalmente a un menor saldo de la balanza comercial, que pasó de US$ 1.268 millones en el primer semestre de 1991, a US$ 893 millones en igual período de 1992.

Aun cuando las exportaciones continuaron expandiéndose a un ritmo muy satisfactorio, el fuerte pero esperado incremento de las importaciones, muy notorio si se considera el nivel deprimido que ellas registraron en el primer semestre del año pasado, explica el menor superávit comercial del período.

El incremento de las ventas externas de bienes alcanzó a 9% en el primer semestre de 1992 y se logró pese a una caída de 1,4% en las exportaciones de cobre, derivadas de la baja en el precio de ese metal en los mercados internacionales (7,1% en la cotización promedio, BML). El aumento de los volúmenes exportados de cobre, a su vez, se vio fuertemente influido por la producción de Minera Escondida, la que en el primer semestre de 1991 aún no estaba produciendo a plena capacidad. En tanto, al considerarse los primeros siete meses del año, el valor de las exportaciones totales creció 11,8% (Cuadro 13).

Las exportaciones distintas de cobre crecieron en 16,6% en el período enero-julio de 1992, continuando la vigorosa expansión de los seis años anteriores. Dentro de ellas, las ventas de productos principales crecieron 10,8% (Cuadro 14), lo que se debió exclusivamente a incrementos de volumen, puesto que los precios habrían disminuido en el período. Dentro de estos productos cabe destacar la celulosa blanqueada y la plata metálica, que crecieron en quántum en el período en más de 100%. La mayor exportación de celulosa se debió a la entrada en producción de nuevos proyectos a contar de fines de 1991, tales como Celpac, Forestal Santa Fe y la ampliación de Celco. Los incrementos en los volúmenes exportados de plata deben atribuirse principalmente a la mayor producción de La Coipa. También fueron importantes los incrementos en los volúmenes exportados de salitre, harina de pescado y frutas como peras y manzanas.

Las exportaciones de productos menores o no tradicionales crecieron 24,2% en los primeros siete meses del año, tasa que obedeció principalmente a mayores volúmenes exportados. Dentro de ellos, cabe destacar los incrementos de embarques de productos del mar (salmones, truchas, moluscos precocidos y

conservados, aceite de pescado), derivados del agro (vino embotellado y a granel, fruta congelada sin azúcar, conservas de frutas, kiwis) y otros como chips de madera, alambres y tubos de cobre, ácido bórico, etc. (Cuadro 15).

Como consecuencia de esta evolución, la estructura de las exportaciones ha continuado diversificándose. En efecto, la participación de las exportaciones de cobre pasó de 38,5% en el período enero-julio de 1991 a 35,9% en el mismo lapso de 1992, mientras los productos no tradicionales o "resto" aumentaron su participación, en igual período, desde 26,6% a 29,6% del total. (Cuadro 14).

Como ya se señalara, el vigoroso crecimiento de las importaciones, que alcanzó a 23,6% en el primer semestre y a 26,4% en el período de enero a julio, fue un determinante principal del deterioro en el superávit comercial. Si bien dicho incremento es muy significativo, debe tenerse presente que responde a una comparación con los niveles de los primeros meses de 1991, que fueron muy inferiores a los de la segunda parte del año pasado, período en el cual las importaciones ya estaban en un proceso de franca recuperación. Este comportamiento de las importaciones responde al efecto rezagado del vigoroso crecimiento económico iniciado en 1991, al dinamismo de la economía del primer semestre de este año, así como a la recuperación de los niveles de inversión, a la rebaja de aranceles de 1991 y a la evolución del tipo de cambio real (Cuadro 13).

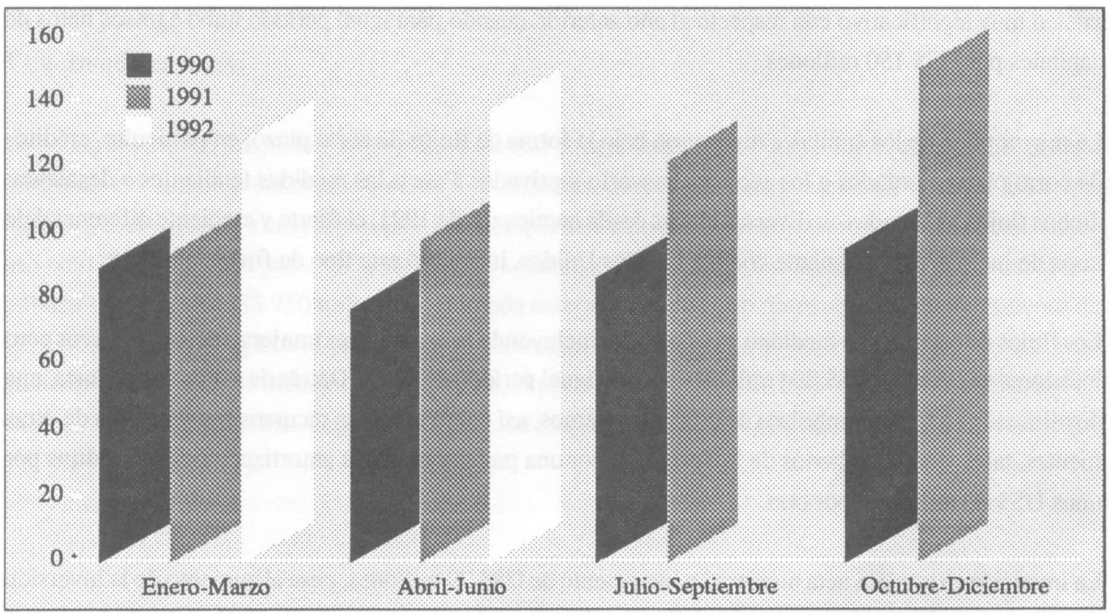
El comportamiento de las importaciones en los últimos años ha sido disímil para sus distintas categorías. Las importaciones de bienes de consumo, que habían caído en 1990 como resultado de la política de ajuste, empezaron a recuperarse notoriamente a partir de mayo de 1991, alcanzando un crecimiento de 33,5% en el año y de 50% en el segundo semestre. Los niveles del primer semestre de 1992, si bien son un 39% superior a los de igual período del año anterior, son algo inferiores a los del segundo semestre de 1991 (Gráfico 10). Esta tendencia se mantuvo al considerarse los primeros siete meses de este año.

Las importaciones de bienes de capital, que mostraron un gran vigor en el período 1988-1990, cayeron en 12,1% en 1991. Sin embargo, los resultados del cuarto trimestre de ese año revelaron ya un notorio repunte. El fuerte incremento de las importaciones de bienes de capital se ha mantenido durante el primer semestre de este año, con una tasa de aumento de 32,6% respecto del primer semestre de 1991, y de 36,1% al comparar el período enero-julio de este año respecto al mismo período del año pasado.

Las importaciones de bienes intermedios distintos de combustibles y lubricantes, que habían sufrido una baja moderada en 1990, se recuperaron en 1991, con un crecimiento de 13,9%. Durante el primer semestre de 1992, pese a que su nivel se ha mantenido muy similar al del semestre precedente, la tasa de crecimiento con respecto a igual período del año anterior alcanzó a 20,5%. Al comparar los primeros siete meses de

Gráfico 10

IMPORTACIONES DE BIENES DE CONSUMO
(Promedios mensuales por trimestre, en millones de dólares)



1992 con igual lapso de 1991, el aumento alcanza a 22%, lo que corrobora el vigoroso crecimiento de la actividad económica.

Después de experimentar durante dos años una notoria mejoría, la cuenta de servicios no financieros continuó con esta tendencia durante el primer semestre de 1992 (Cuadro 12). En efecto, sobre la base de estimaciones preliminares, se habría pasado de un ingreso neto de US$ 26 millones en el primer semestre de 1991, a uno de US$ 38 millones para igual período de 1992.

Por otra parte, en la primera mitad del año disminuyó el saldo negativo de la cuenta de servicios financieros. Ello se explica por el impacto que sobre el pago de intereses han tenido las bajas de las tasas de interés en dólares. Este efecto ha superado el mayor egreso por concepto de pago de utilidades y dividendos de la inversión extranjera.

VI.2 La cuenta de capital

Durante el primer semestre de 1992, la cuenta de capitales de la balanza de pagos registró un superávit de US$ 1.157 millones, el que se concentró especialmente en el segundo trimestre. Esto representa un vuelco muy significativo con respecto al año anterior, cuando para igual período hubo egresos netos de capitales por US$ 150 millones.

La mayor parte de los capitales ingresaron bajo la forma de flujos de corto plazo, en particular, créditos de corto plazo otorgados a los sectores bancario y privado. Pese a las medidas tendientes a desalentar dichos flujos, adoptadas en diversas etapas desde comienzos de 1991, el fuerte y creciente diferencial de tasas de interés, especialmente con los Estados Unidos, incentivó este tipo de financiamiento.

Los flujos de capitales de mediano y largo plazo, incluyendo la inversión extranjera, fueron positivos pero inferiores en cerca de US$ 294 millones a los de igual período de 1991. Detrás de esta caída destaca una disminución en los desembolsos de créditos externos, así como menores recursos provenientes de otras fuentes, tales como los bonos de la Tesorería, por una parte, y mayores amortizaciones de créditos por unos US$ 80 millones, por otra.

La inversión extranjera neta muestra un incremento de US$ 79 millones, pese al aumento de la inversión de chilenos en el exterior, que pasó de US$ 60 millones en el primer semestre de 1991 a US$ 224 millones en los primeros seis meses del presente año. Este fuerte incremento de la inversión en el exterior refleja el amplio grado de apertura de la cuenta de capitales y es un signo más de la creciente internacionalización de la economía chilena.

La inversión del exterior en Chile, por su parte, pasó de US$ 209 millones en el primer semestre de 1991 a US$ 452 millones en igual período de este año. Contribuyó significativamente a este aumento una emisión de ADR (colocación de acciones de empresas chilenas en Estados Unidos) por parte de Chilectra Metropolitana, lo que demuestra la penetración que están logrando las empresas chilenas en los mercados accionarios internacionales.

VI.3 Reservas internacionales

El resultado de la cuenta corriente, unido al ingreso neto de capitales y a errores u omisiones positivos de US$ 148 millones, significó que la balanza de pagos global terminara el semestre con un superávit de US$ 1.438 millones. En tanto, las reservas internacionales alcanzaron a US$ 8.186 millones a fines de julio,

lo que equivale a aproximadamente 10 meses de importaciones de bienes (cif). Cabe destacar que este aumento de las reservas internacionales ha ido acompañado de una significativa reducción de los compromisos en moneda extranjera del Banco Central con residentes (Cuadro 16).

VI.4 Deuda externa

La deuda externa de mediano y largo plazo presentó un crecimiento moderado durante los primeros siete meses de 1992, incrementándose en US$ 140 millones, debido esencialmente al aumento de US$ 141 millones en el segundo trimestre del año. Este comportamiento se explica casi en su totalidad por un mayor uso neto de créditos. A pesar de la significativa reducción en la deuda externa de corto plazo del sector público –de más de US$ 750 millones–, la deuda externa total de corto plazo registró un incremento de US$ 601 millones, explicada por el mayor endeudamiento del sector privado. Lo anterior, unido al aumento de la deuda de mediano y largo plazo, explica el incremento de US$ 741 millones de la deuda externa total del país a fines de julio de 1992, con respecto a aquélla registrada a fines de diciembre del año previo (Cuadro 17).

VII. PERSPECTIVAS PARA EL RESTO DE 1992

Para lo que resta de 1992 se espera continuar en la senda de un desempeño satisfactorio de la economía. Ello permitirá cerrar el año con una inflación sustancialmente inferior a la de 1991, una tasa de crecimiento promedio del PGB en torno a 7,5% y un buen resultado en las cuentas externas (Cuadros 18 y 19).

A pesar de la moderación en el ritmo de crecimiento anual que se espera para el tercer y cuarto trimestre del año, en agosto el Banco Central estimó que de mantenerse inalteradas las políticas macroeconómicas en aplicación, existía el riesgo de un repunte inflacionario, dada la todavía alta dinámica que venía presentando el gasto agregado. Si bien la evolución de este último no parecía amenazar el cumplimiento de la meta inflacionaria para el año, en torno al 13%, debe tenerse en cuenta que dicho eventual resultado se fundamenta en parte en la baja inflación acumulada en el primer semestre del año, la que ha estado influida por el impacto inicial de la apreciación del peso tras las medidas tomadas en enero, así como por factores de estacionalidad. Agotado el impacto de la caída en el precio relativo de la divisa sobre la dinámica inflacionaria, el aún elevado ritmo del gasto amenazaba con un rebrote inflacionario. Es más, como se comentó, la relativa desaceleración que estaba registrando la producción no estaba siendo acompañada por una moderación concomitante del gasto. La brecha entre ambos agregados se ha ido cerrando por la fuerte dinámica que se observa en las importaciones. En consecuencia, anticipándose a eventuales rebrotes en la inflación de los precios de los bienes no transables, e indirectamente, a través de la regla cambiaria, incluso de aquellos de naturaleza transable, y para acelerar la convergencia del gasto con la producción a un ritmo satisfactorio y congruente con la gradual caída del ritmo inflacionario, el Banco Central procedió a una leve contracción monetaria, incrementando en la segunda quincena de agosto la tasa de interés que ofrece por los PRBC desde 5,2% a 5,7% anual.

En este nuevo contexto, se espera que el ritmo de crecimiento en los próximos meses no se vea acelerado por la presión del gasto, y continúe la tendencia que se venía registrando en los primeros dos trimestres del año, de manera tal que el PGB de 1992 sea, en promedio, alrededor de 7,5% superior al de 1991. La expansión de la economía continuará siendo liderada tanto por el crecimiento de las exportaciones distintas del cobre, cuyo volumen se expandiría en torno a 17%, como por el extraordinario despliegue de la inversión, cuyo crecimiento más que duplicaría el del producto global, cimentando así mejores perspectivas económicas futuras. Finalmente, el consumo experimentaría un crecimiento algo inferior al del PGB, observándose así un incremento de la tasa de ahorro interno.

A partir del crecimiento proyectado del consumo y la inversión, puede deducirse que el gasto agregado crecería bastante más que el PGB (en torno al 9%), lo que será posible, como se comentó, debido al muy

vigoroso crecimiento de las importaciones de bienes y servicios, cuyo incremento en volumen superaría el 15%.

Como se señaló, aunque se prevé que el ritmo de expansión de la economía continuará siendo similar al exhibido durante el primer semestre de este año, y por tanto inferior al observado en la segunda mitad de 1991, la variación del producto trimestral en doce meses disminuirá paulatinamente, debido a los altos niveles de producción alcanzados hacia fines del año pasado. El dinamismo productivo del año quedará claramente reflejado en la tasa de desempleo, cuyo promedio será el más bajo de los últimos veinte años.

Las proyecciones monetarias prevén un incremento real en torno a 10% para el dinero en manos del sector privado –M1A– durante el año en curso, lo cual es coherente con el descenso de la inflación de 18,7% en 1991 a una cifra del orden de 13% en 1992 y un crecimiento económico promedio superior a 7%. Esta proyección, que implica una disminución de la cantidad real de dinero durante la segunda mitad del año, tiene en cuenta también los rezagos esperables en el ajuste de los saldos monetarios reales a sus niveles de equilibrio y las fuertes fluctuaciones que experimentará la demanda de dinero a causa de sus variaciones estacionales. Cabe destacar, no obstante, que los saldos monetarios reales de fines de año son sensibles a la trayectoria probable de la inflación mensual en el segundo semestre del año y, en particular, a los índices de inflación de los meses de octubre y noviembre, los que son difíciles de predecir con exactitud.

En el sector externo, las exportaciones continuarán creciendo vigorosamente respecto a 1991. El volumen de exportaciones de cobre en el segundo semestre será similar al del primer semestre, de modo que su tasa de crecimiento promedio respecto al año anterior será algo superior al 6%. El valor efectivo de las exportaciones de este mineral dependerá del grado en que el alza reciente en el precio internacional del cobre persista por encima del supuesto actual de 105 centavos de dólar la libra como promedio para el año. En cuanto a las exportaciones no cobre, se estima se mantendrán las tasas de crecimiento observadas en la primera mitad del año, de modo que a pesar de una ligera caída en los precios, el año cerraría con un volumen de estas exportaciones aproximadamente 17% superior al del año pasado. Este fuerte incremento de las exportaciones no cobre reflejará los frutos de grandes inversiones en la industria forestal y, especialmente, el gran dinamismo alcanzado por las exportaciones no tradicionales.

Por otra parte, el crecimiento de las importaciones en los bienes distintos del petróleo se mantendrá en los meses venideros, aunque a una tasa en doce meses algo más moderada, producto del alto nivel de estas importaciones registradas en el segundo semestre de 1991. El valor de las importaciones de petróleo y otros combustibles, en tanto, se estima aumentará en torno a un 5% durante 1992, lo que se explica fundamentalmente por un incremento esperado de sus precios durante el segundo semestre del año. Como resultado de lo anterior, el valor de las importaciones totales de bienes durante 1992 se incrementará en

torno a 20% respecto al año anterior. Este aumento de las importaciones continuará siendo particularmente acentuado en el caso de los bienes de capital, producto del fuerte aumento de la demanda por inversión y del abaratamiento relativo de la maquinaria y equipo importado. La apreciación del peso explicará también un nivel relativamente alto de importaciones de bienes de consumo durable.

De esta probable evolución del comercio exterior se desprende que el superávit de la balanza comercial durante el resto del año disminuirá significativamente respecto del registrado en el primer semestre, estimándose que el saldo total acumulado de 1992 bordeará los 1.100 millones de dólares. En cuanto a los demás componentes de la cuenta corriente, se estima que los ingresos netos por servicios no financieros y transferencias en la segunda mitad del año serán algo superiores a los del primer semestre, pero, como es tradicional, el pago neto de servicios financieros disminuirá debido a que los intereses pagados por la deuda de mediano y largo plazo se concentran principalmente en la primera mitad del año. Como resultado neto de estas transacciones de bienes, servicios y transferencias, se generaría un déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos entre 200 a 300 millones de dólares en el total del año.

El reducido déficit proyectado para la cuenta corriente prueba que las medidas cambiarias de enero se basaron en un diagnóstico sólido. No obstante, no debiera concluirse que la tasa de cambio real se encuentra todavía sobrevaluada, por cuanto al moderado déficit han contribuido en forma significativa factores tales como el buen precio del cobre y las extremadamente bajas tasas de interés del dólar y del yen. Además, es un hecho conocido que la apreciación cambiaria muestra todo su impacto sólo a mediano plazo, por lo que se prevén ulteriores deterioros en el saldo comercial, como se comentará en la sección siguiente.

El saldo de la balanza de pagos del segundo semestre se proyecta positivo, aunque claramente menor que en el primer semestre. Para el año en su conjunto se estima una acumulación de reservas del orden de los 1.900 millones de dólares, la mayor parte ya registrada durante el primer semestre. En cuanto al ingreso neto de capitales, este totalizaría unos 2.000 millones de dólares. De esta cifra, una parte significativa habrá correspondido a inversión extranjera neta (US$ 440 millones) y a créditos netos de mediano y largo plazo (US$ 500 millones). Cabe señalar que, respecto a 1991, se estima que la inversión extranjera neta experimentaría una ligera disminución, ya que pese a que la inversión bruta desde el exterior se habrá incrementado desde US$ 550 millones a unos US$ 750 millones, la inversión de los chilenos en el exterior habrá experimentado un aumento desde US$ 100 millones a aproximadamente US$ 320 millones. En el caso de los ingresos netos de capitales de mediano y largo plazo se prevé sucederá algo similar, ya que se estima que hacia fines de año los créditos recibidos habrán sido menores a los de 1991 mientras que las amortizaciones acumuladas se habrán incrementado de US$ 950 millones a US$ 1.040 millones. El resto del ingreso de capitales durante 1992 corresponderá a créditos y movimientos de activos de corto plazo, los que en los próximos meses se prevén bastante poco significativos.

SEGUNDA PARTE

Perspectivas y Proyecciones Macroeconómicas para 1993

SEGUNDA PARTE

PERSPECTIVAS Y PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA 1993

I. PERSPECTIVAS MACROECONÓMICAS PARA 1993

Como en los años anteriores, la política macroeconómica durante 1993 seguirá empeñada en el logro de un ritmo de crecimiento sólido y sostenible en el tiempo junto a una gradual pero persistente reducción de la inflación. Con este objeto, y en coordinación con la política fiscal, la política monetaria del Banco Central buscará mantener un nivel de gasto agregado compatible con la capacidad productiva, a fin de consolidar y persistir en los significativos avances logrados en materia de reducción de la inflación. Asimismo, la política cambiaria seguirá orientada a preservar un tipo de cambio real coherente con las perspectivas externas que enfrentará la economía en el mediano y largo plazo, asegurando así condiciones de estabilidad para la asignación de recursos en el sector exportador, los pagos con el exterior y los precios en el horizonte más largo.

La oportunidad y coherencia en la aplicación de estas políticas permitirá que durante 1993 se mantenga la trayectoria declinante de la inflación observada en los dos años previos, proyectándose el alza de precios al consumidor anual en un rango de 10% a 12% (Cuadro 18).

Al respecto, es preciso destacar, que hacia fines del presente año se habrán agotado las condiciones de holgura, tanto de capacidad instalada como en el mercado del trabajo, que contribuyeron a facilitar el logro simultáneo de ritmos crecientes de producción y reducciones de la inflación observadas en 1991 y 1992. En base a dichas consideraciones se ha planteado la meta de una inflación del orden de 11% para 1993, que persigue, en un enfoque realista, consolidar lo logrado y continuar avanzando. Sin embargo, el Banco Central reitera que el proceso de estabilización de precios será de menor costo, más rápido y eficiente sólo en la medida en que se cuente con la contribución del Fisco, los empresarios y los trabajadores.

Dados los niveles previsibles en materia de actividad y desempleo durante el presente año, se estima que el crecimiento económico en 1993 compatible con esta reducción de la inflación será similar al del potencial productivo de la economía, del orden del 5% a 6% anual. Si bien durante los años setenta y primera mitad de los ochenta la capacidad productiva se expandió a tasas muy inferiores, la positiva evolución de la inversión en los últimos años, unida a la experiencia de otros países que han enfrentado condiciones favorables para el desarrollo económico, sugieren que la frontera de producción estaría creciendo actualmente a tasas superiores a las históricas, esto es, en un orden de magnitud equivalente a la meta de crecimiento antes mencionada. Este positivo fenómeno encuentra su explicación en varios factores, entre ellos el mayor grado de apertura hacia la economía internacional, el aumento de la eficiencia y dinamismo de los mercados, el esfuerzo de adopción de nuevas tecnologías, el incremento de las tasas de inversión en capital físico y humano y la creciente estabilidad económica y política.

Para continuar en la senda trazada, no se visualiza en la actualidad la necesidad de modificaciones sustanciales en la política monetaria vigente, toda vez que se espera que bajo las nuevas condiciones crediticias implementadas a mediados de agosto último, el incremento del ahorro, tanto interno como externo, sea suficiente para financiar la demanda futura de fondos para inversión. Durante 1992, la trayectoria del crecimiento del nivel de actividad ha tendido a moderarse y las eventuales presiones futuras que pudieran derivar del incremento registrado en el gasto, debieran ceder ante las nuevas condiciones financieras. Por otra parte, como se comentó, si bien el presente año terminará con un déficit en cuenta corriente todavía anormalmente bajo, se estima para 1993 un significativo incremento de dicho déficit, el que llegaría a unos 1.000 millones de dólares. Esto representa un aumento en la contribución del ahorro externo –el que a mediano y largo plazo se proyecta en torno al 3% a 4% del PGB– al financiamiento del desarrollo. Las actuales proyecciones de influjos netos de capital de mediano y largo plazo hacia el país, así como las perspectivas de la inversión extranjera directa neta, permiten estimar que déficits de cuenta corriente de la balanza de pagos como los señalados serán plenamente financiables. Tender a déficits mayores implica correr el riesgo de caer nuevamente a una espiral de endeudamiento externo, revirtiendo el proceso de disminución de la vulnerabilidad de la economía chilena frente a choques externos y arriesgando a la larga la estabilidad de la balanza de pagos, del tipo de cambio y de los precios.

Para 1993, se estima un crecimiento más moderado de la demanda que en el presente año. Ello, básicamente, porque se prevé una desaceleración del muy pronunciado incremento actual de la inversión y de las exportaciones distintas de cobre. La dinámica de la inversión, no obstante, se mantendría superior a la del producto global, continuación natural del proceso iniciado en la segunda mitad de 1991, el que surgiera a raíz de la recuperación productiva, el agotamiento de la capacidad instalada ociosa, la normalización en las tasas de interés, el menor costo real de los bienes de capital, la percepción de una creciente estabilidad económica y política y la recuperación en la inversión pública. Así, se proyecta que la tasa de formación bruta de capital fijo durante 1993 superaría el 20% del producto, la más alta de los últimos años (Cuadro 18).

En síntesis, se espera que en 1993 se mantenga la combinación de una reducción gradual de la inflación y de un crecimiento económico sostenido. Se espera, asimismo, una política fiscal austera, que contribuya a un menor gasto agregado y, de ese modo, a la reducción de la tasa de inflación. No se visualiza actualmente la necesidad de cambios en las políticas macroeconómicas en aplicación, pues se estima que habrá una adecuada convergencia de la desaceleración que ha venido experimentando el ritmo de crecimiento de la actividad con un menor crecimiento en el gasto. Esto último, ayudado por las medidas monetarias de agosto, provendría, como se señaló, en parte de la desaceleración de la inversión y las exportaciones no cobre, variables que, no obstante, continuarían con una expansión más fuerte que la del

producto global. El consumo, en tanto, continuaría moderándose, permitiendo un nuevo incremento del ahorro.

Por otro lado, se proyecta que en 1993 la balanza de pagos registrará un superávit del orden de US$ 800 millones, cifra bastante inferior al superávit de US$ 1.900 millones que se espera para 1992. En ese contexto, las estimaciones de oferta y demanda de divisas indican que para el próximo año la situación en el mercado cambiario será similar a la registrada en los últimos meses, esto es, con un tipo de cambio determinado por el mercado dentro de la banda de flotación.

La diferencia fundamental entre la proyección de balanza de pagos para 1992 y 1993 se explica por la diferente evolución de la cuenta corriente. El saldo negativo de ésta subiría de US$ 230 millones a algo más de US$ 1.000 millones. Como proporción del producto geográfico bruto, ello significa que el déficit aumentaría de 0,8% a cerca de 3%. El mayor déficit proyectado obedece, entre otros factores, a una proyección de baja de 5 centavos en el precio medio del cobre –lo que reduciría los ingresos en cerca de US$200 millones–, así como a la estimación de incrementos en las importaciones y los servicios financieros, por US$ 900 millones y US$ 460 millones, respectivamente (Cuadro 19).

Las exportaciones no cobre, especialmente las no tradicionales, continuarían creciendo a tasas importantes, superiores al ritmo de crecimiento del producto, aunque menores que en años anteriores. Ello, por efecto de la evolución del tipo de cambio real y de un proceso natural de desaceleración en su dinamismo. Cabe señalar también que se prevé un nulo crecimiento del volumen de exportaciones de cobre, debido a la caída en la producción de Codelco. Lo anterior se resume en que para el próximo año el volumen de exportaciones totales crecería a tasas similares a las de la economía en su conjunto.

A su vez, se espera que las importaciones crezcan en valor en torno al 10%. Esto es coherente con las estimaciones de crecimiento de la economía y de la inversión para 1993, y con un incremento de los precios de los productos importados de alrededor de 3%. Las importaciones de bienes de capital seguirían creciendo a tasas significativas, producto de la dinámica que se espera para la inversión.

El saldo de los servicios no financieros, por su parte, disminuiría en cerca de US$ 100 millones, debido a la evolución prevista del comercio exterior que influye sobre los gastos por fletes, comisiones y servicios portuarios, así como de la estimación de los gastos por turismo en Chile y de chilenos en el exterior.

El fuerte incremento en los pagos netos de servicios financieros, en alrededor de US$ 460 millones, se explica fundamentalmente por el incremento significativo que experimentarían las remesas de utilidades de la inversión extranjera.

Se estima que el saldo global de la cuenta de capitales será algo inferior al de 1992, con un cambio en su composición hacia un mayor ingreso neto de capitales de largo plazo y un menor ingreso neto de capitales de corto plazo.

II. EL PROGRAMA MONETARIO Y EL BALANCE DEL BANCO CENTRAL

II.1 El programa monetario

En 1993, 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 deberán evolucionar de modo que la demanda global se expanda a un ritmo similar al de la capacidad productiva. Como se comentó, la creación de capacidad productiva en el bienio 1991-92 ha sido bastante alta en términos históricos y sería suficiente para lograr tasas de crecimiento del orden del 5% al 6% en forma permanente. No obstante, es preciso insistir en que lograr tasas de crecimiento aún mayores en forma sostenida, requiere niveles de inversión, tanto en capital físico como en educación y capacitación de la fuerza de trabajo, significativamente superiores a los actuales.

Como se comentó anteriormente, 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 coherente con la expansión de la capacidad productiva y con la reducción gradual de la inflación, el Banco Central ajustará las tasas de interés de sus instrumentos conforme lo vayan dictando las circunstancias. Ahora bien, con la información que se posee hasta el momento, no habría razones para pensar que durante 1993 se requieran cambios significativos en dichas tasas.

De acuerdo a la política monetaria descrita, la demanda real de dinero varía directamente con el nivel de actividad e inversamente con la tasa de interés real y la inflación. Esto último ocurre 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.

Por esta razón, el descenso proyectado de la inflación en 1993 traerá consigo un ritmo de aumento de la cantidad de dinero real superior al del producto, tal como se espera ocurra durante el año en curso. Cabe destacar que en 1992 el efecto del descenso de la inflación sobre el costo de mantener dinero ha sido de mayor intensidad que el efecto contrario inducido por la moderada alza de las tasas reales de interés. Hacia 1993, el ulterior descenso de la inflación unido al crecimiento previsto de la actividad económica, produciría una expansión de la demanda de saldos monetarios reales (M1A) de entre 10% y 11%, cifra similar al aumento estimado en la emisión. El circulante crecería algo menos, cerca de 7%, debido a que es menos sensible a cambios en la inflación.

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 sólo se derivan de relaciones funcionales que vinculan la demanda estimada de saldos monetarios reales con la evolución esperada de sus determinantes principales. Los citados aumentos del producto y caída en la inflación proyectados para 1993, unidos a los efectos rezagados sobre la demanda de liquidez, tanto de la expansión económica como de la disminución de la tasa de interés nominal registrada en 1992, son los principales factores que explican la estimación de los requerimientos de liquidez para 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 real estimada conforme a la proyección de las principales variables macroeconómicas y a la meta de inflación. A ese efecto, como se ha explicado, el Instituto Emisor regula la liquidez de la economía a través de la colocación neta de sus pagarés. La evolución proyectada de la demanda de liquidez requeriría de un aumento del stock real de deuda interna (pagarés) del Banco Central en moneda nacional. No obstante, se estima que dicho aumento será levemente inferior al del producto. Este es un requerimiento moderado y, como lo demuestra la experiencia de los últimos años, no ofrece complicaciones para la ejecución de la política monetaria.

Cabe destacar que los fondos de ahorro financiero, que constituyen los demandantes potenciales de deuda del Banco Central, han crecido en los últimos años en cifras reales muy superiores a las del producto de la economía, proceso conocido como de profundización financiera. Así, el espacio que el Banco Central tiene para colocar sus pagarés es muy amplio, lo que le ha permitido no sólo financiar su déficit de caja, sino también en ocasiones colaborar en la estabilización de la paridad cambiaria por medio de la adquisición de divisas financiada con emisión de títulos. Como ha sido público y notorio, las intervenciones cambiarias han sido en algunos meses de envergadura, sin que ellas hayan implicado descontrol monetario alguno. Por lo mismo, la tarea impuesta para el cumplimiento de la regulación de la liquidez en el año entrante es plenamente alcanzable y, con ello, el logro del objetivo básico de reducción de la inflación.

II.2 El balance del Banco Central

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

Para efectos analíticos, es importante señalar que no todos los cambios de los activos y pasivos del Banco

Central dan necesariamente origen a flujos efectivos de caja. No obstante, en términos de la programación monetaria, sólo se consideran aquellos que constituyen flujos de caja. Sin embargo, debe destacarse que aquellas partidas que involucran flujos devengados, pero no pagados durante el año, afectarán la posición patrimonial del Instituto Emisor y, en esa medida, las gestiones monetarias futuras. Así, a continuación se presenta, en primer término, la proyección del flujo de caja correspondiente a la gestión monetaria del año 1993, y posteriormente se revisa la posición patrimonial del Banco Central estimada para fines del próximo año.

II.2.1 Presupuesto de caja

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, las variaciones en los activos totales del Banco Central (que signifiquen ingresos o egresos de caja) deben necesariamente ser iguales a los cambios esperados en sus pasivos totales con implicancias de caja. Así, el presupuesto de caja significa examinar los ingresos y egresos efectivos asociados a las distintas cuentas de activos y pasivos. El resultado neto de dicho ejercicio se salda con una cuenta de ajuste, que equivale a los requerimientos de colocación neta de pagarés del Banco Central.

Para estos efectos, se parte de la identidad:

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

o expresado de otra forma:

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

donde Δ corresponde a las respectivas variaciones.

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

Los flujos de caja esperados en estas partidas para 1993 son los siguientes:

Circulante	$	90 mil millones
Reservas internacionales netas	$	355 mil millones
Pasivos externos	$	-15 mil millones

Estas variaciones implican, a partir de la condición de equilibrio que se deriva de la identidad entre ingresos y egresos de caja, que los activos domésticos netos deben reducirse en $280 mil millones.

De otro lado, los flujos de caja ya comprometidos para 1993 que afectan los activos domésticos netos, consideran ingresos netos por aproximadamente $ 430 mil millones. Al combinar aquella cifra con la contracción de $ 280 mil millones antes mencionada, se deduce que existiría un margen disponible de $150 mil millones, lo que permite financiar parcialmente los intereses y reajustes devengados por la deuda interna del Instituto Emisor. En efecto, el margen antes referido es superado por los intereses y reajustes de esta deuda, estimados en $ 800 mil millones, resultando en un incremento de la deuda interna de 650 mil millones de pesos.

II.2.2 Balance del Banco Central

Para efectos del balance, la variación de activos y pasivos responde a las operaciones de caja referidas en el punto anterior, junto a los intereses y reajustes devengados por cada partida del balance durante el período en referencia. En base al escenario de proyecciones macroeconómicas anteriormente descrito, es posible estimar las variaciones de activos y pasivos por concepto de intereses y reajustes. Con las

variaciones así calculadas y los saldos del período base se obtiene la estimación del balance patrimonial del Banco Central para 1993 (Cuadro 20).

Un punto adicional a destacar es que los activos y pasivos del Banco Central no están denominados necesariamente en las mismas monedas. En particular, el Instituto Emisor exhibe una marcada posición activa en moneda extranjera. Esto es, sus activos en monedas distintas del peso exceden a sus pasivos en la misma denominación. Adicionalmente, el Banco Central exhibe posiciones positivas o negativas en ciertas monedas (dólares, marcos, yenes, etc). Por ello, la proyección del resultado o evolución del patrimonio contable es altamente sensible a los supuestos relativos tanto a la evolución del tipo de cambio real como a variaciones de las paridades entre monedas. Sin embargo, cabe destacar que las consiguientes pérdidas o ganancias contables no corresponden, en rigor, al resultado de la gestión. A modo de ejemplo, durante 1992 el ajuste cambiario y la fluctuación del dólar frente a otras divisas se estima involucrará un resultado contable adverso del orden de $ 130 mil millones. Debe tenerse en cuenta, sin embargo, que esta pérdida, importante en su monto, no tiene su origen en la gestión financiera o administrativa del Banco Central en el período, sino en la existencia de una posición superavitaria en moneda extranjera -producto de los activos netos en moneda extranjera y de la deuda del Fisco con el Banco Central en moneda extranjera- combinada con la devaluación de 5% del dólar acuerdo en enero de 1992.

Hacia fines de 1993, 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 unos 5.240 mil millones de pesos, comparado con un nivel estimado de 4.590 mil millones de pesos a diciembre de 1992. Esto es, se verificaría un aumento nominal de dicha deuda de cerca de 14% en el año, lo que supera en 3 puntos porcentuales la inflación proyectada. Teniendo en cuenta que la estimación de aumento del producto es algo superior, se obtiene que la relación deuda interna del Banco Central sobre PGB presentaría una leve caída por debajo del nivel proyectado para fines del año en curso, que es de 33%.

En términos del patrimonio del Banco Central, se proyecta un aumento nominal cercano al 13%, el que, al exceder la inflación proyectada, equivale a la estimación de una moderada ganancia durante la gestión de 1993.

CUADROS ESTADISTICOS

Cuadro 1

TASA DE INTERES DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL
(Tasa anual sobre UF)

Fecha	PRBC			PRC			
	90 días	180 días	360 días	4 años	6 años	8 años	10 años
				(Tasa base 360 días)			
1990							
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	*	5,9 (lic.)	-	-	-	-
8 de noviembre	5,2	*	5,4 (lic.)	-	-	-	-
23 de diciembre	4,7	*	4,9 (lic.)	-	-	-	-
1992							
3 de enero	4,7	*	4,9 (lic.)	5,2 (lic.)	-	-	-
31 de marzo	5,2	*	5,5 (lic.)	6,1 (lic.)	-	-	-
2 de abril	5,2	*	5,5 (lic.)	6,0 (lic.)	6,3 (lic.)	6,4 (lic.)	6,6 (lic.)
20 de agosto	5,7	*	6,0 (lic.)	6,5 (lic.)	6,7 (lic.)	6,8 (lic.)	6,8 (lic.)

(*) Suspendido. En mayo de 1990 se suspendió la venta de PRC a 10 años, la cual se efectuaba bajo la modalidad de ventanilla abierta. A partir de marzo de 1991, se reintrodujeron los PRBC a un año, pero bajo la modalidad de licitación.
(lic.) Tasa media de licitación.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 2

TASAS DE INTERES REAJUSTABLES DE 90 A 365 DIAS

(Promedios mensuales del sistema financiero)

Fecha	Captación	Colocación	Spread
1986 Promedio	4,1	7,7	3,6
1987 Promedio	4,3	7,3	3,0
1988 Promedio	4,6	7,6	3,0
1989 Promedio	6,8	9,4	2,6
1990 Promedio	9,5	13,3	3,8
1991 Promedio	5,4	8,5	3,1
1992 Promedio (*)	5,0	7,9	3,0
1990			
Enero	10,6	13,6	3,0
Febrero	11,8	14,9	3,1
Marzo	13,3	16,5	3,2
Abril	11,7	15,3	3,6
Mayo	11,0	15,1	4,1
Junio	9,5	14,0	4,5
Julio	9,2	13,3	4,1
Agosto	8,8	12,7	3,9
Septiembre	8,5	13,1	4,6
Octubre	7,3	11,7	4,4
Noviembre	5,9	10,0	4,1
Diciembre	6,0	9,2	3,2
1991			
Enero	6,2	9,2	3,0
Febrero	6,1	9,2	3,1
Marzo	5,7	8,8	3,1
Abril	5,5	8,4	2,9
Mayo	5,5	8,8	3,3
Junio	5,3	8,8	3,5
Julio	5,2	8,2	3,0
Agosto	5,3	8,5	3,2
Septiembre	5,3	8,1	2,8
Octubre	5,3	8,1	2,8
Noviembre	5,0	8,0	3,0
Diciembre	4,8	7,7	2,9
1992			
Enero	4,5	7,7	3,2
Febrero	4,8	7,6	2,8
Marzo	5,5	8,3	2,8
Abril	5,1	8,2	3,1
Mayo	5,0	8,0	3,0
Junio	5,0	7,8	2,8
Julio	4,9	8,0	3,0

(*) Promedio a julio.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 3

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS
(Variaciones porcentuales)

Fecha	Mes			Año			12 meses		
	E	M1A	M7	E	M1A	M7	E	M1A	M7
1990									
Enero	-0,6	-0,9	2,5	-0,6	-0,9	2,5	19,2	21,0	41,0
Febrero	1,2	-4,8	2,8	0,6	-5,6	5,4	21,5	13,0	41,7
Marzo	3,8	6,7	4,0	4,4	0,7	9,6	22,2	16,2	43,2
Abril	6,3	1,7	1,3	11,0	2,4	11,0	23,9	20,9	43,8
Mayo	0,6	-1,9	2,3	11,6	0,4	13,5	26,4	18,8	43,6
Junio	-2,6	-3,2	2,7	8,8	-2,8	16,5	17,4	17,6	41,9
Julio	-6,3	-1,3	3,5	1,9	-4,0	20,6	15,5	13,5	40,9
Agosto	1,4	-5,0	1,6	3,4	-8,8	22,5	26,8	8,4	40,3
Septiembre	11,4	11,9	3,6	15,2	2,1	26,9	27,9	13,9	41,5
Octubre	-1,2	-9,4	2,8	13,7	-7,5	30,4	28,7	8,6	43,1
Noviembre	-4,6	-1,1	4,0	8,5	-8,5	35,7	29,4	8,0	43,8
Diciembre	15,5	22,3	4,8	25,3	11,9	42,2	25,3	11,9	42,2
1991									
Enero	6,3	17,7	3,2	6,3	17,7	3,2	34,1	32,9	43,1
Febrero	-0,5	1,7	2,1	5,7	19,8	5,3	31,7	42,0	42,1
Marzo	3,1	10,7	2,3	9,0	32,5	7,8	30,9	47,3	39,9
Abril	7,1	-2,6	0,4	16,8	29,1	8,2	31,9	41,1	38,6
Mayo	2,3	-4,9	0,8	19,5	22,7	9,0	34,1	36,8	36,6
Junio	-1,2	-2,8	3,3	18,0	19,3	12,7	36,0	37,3	37,5
Julio	-7,2	-4,1	3,2	9,5	14,4	16,2	34,7	33,4	37,1
Agosto	-2,6	1,4	2,4	6,7	16,0	19,0	29,4	42,3	38,1
Septiembre	17,7	11,7	3,3	25,6	29,5	22,9	36,7	41,9	37,7
Octubre	-5,7	-2,2	2,4	18,5	26,7	25,8	30,5	53,3	37,1
Noviembre	-1,3	-5,9	3,4	16,9	19,2	30,1	35,0	45,8	36,3
Diciembre	28,9	17,8	3,7	50,7	40,3	34,9	50,7	40,3	34,9
1992									
Enero	-1,5	6,2	3,2	-1,5	6,2	3,2	39,5	26,6	34,9
Febrero	-3,5	-1,8	2,3	-5,0	4,3	5,6	35,4	22,3	35,2
Marzo	71,5	40,9	2,6	62,9	47,1	8,3	125,1	55,7	35,6
Abril	-12,5	-4,9	0,3	42,6	39,9	8,7	84,0	52,1	35,5
Mayo	-29,0	-10,9	0,7	1,3	24,7	9,4	27,7	42,6	35,4
Junio	-3,8	-1,2	3,9	-2,6	23,2	13,7	24,4	44,9	36,1
Julio	-0,6	-3,3	2,3	-3,2	19,1	16,3	33,1	46,1	35,0

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 la tesorería en poder del sector privado no financiero + letras de crédito en poder del sector privado no financiero + depósitos en moneda extranjera del sector privado.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 4

TIPO DE CAMBIO OBSERVADO REAL

(Base: promedio 1986 = 100)

Fecha	INDICE TOTAL (a)			INDICE SIN AMERICA LATINA (b)		
	Indice	Variaciones		Indice	Variaciones	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1987 Promedio	104,3	-	4,3 (c)	104,2	-	4,2 (c)
1988 Promedio	111,2	-	6,6 (c)	108,3	-	4,0 (c)
1989 Promedio	108,6	-	-2,3 (c)	101,8	-	-6,0 (c)
1990 Promedio (d)	112,7	-	3,8 (c)	99,2	-	-2,5 (c)
1991 Promedio (d)	106,4	-	-5,6 (c)	95,5	-	-3,8 (c)
1991 (d)						
Enero	114,3	-0,8	-1,4	103,6	0,4	0,1
Febrero	115,3	0,9	1,2	104,3	0,6	2,3
Marzo	111,7	-3,1	-3,5	99,8	-4,3	0,4
Abril	107,8	-3,5	-3,6	96,2	-3,5	-1,3
Mayo	104,4	-3,2	-7,0	93,5	-2,8	-4,2
Junio	102,6	-1,7	-6,4	91,6	-2,1	-3,8
Julio	102,5	-0,1	-5,9	91,2	-0,5	-4,3
Agosto	103,0	0,5	-7,9	91,4	0,3	-7,1
Septiembre	104,4	1,4	-6,2	92,9	1,6	-4,6
Octubre	102,3	-2,0	-8,1	91,8	-1,1	-6,8
Noviembre	103,9	1,6	-9,8	93,8	2,1	-8,7
Diciembre	105,1	1,2	-8,8	95,6	2,0	-7,4
1992 (d)						
Enero	103,8	-1,2	-9,2	94,2	-1,4	-9,1
Febrero	97,9	-5,6	-15,1	88,4	-6,2	-15,2
Marzo	96,3	-1,6	-13,8	86,6	-2,1	-13,2
Abril	94,5	-1,8	-12,3	85,4	-1,4	-11,3
Mayo	94,6	0,0	-9,4	85,8	0,4	-8,3
Junio	97,7	3,3	-4,7	88,9	3,6	-3,0

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

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

(c) Variación media anual.

(d) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro 5

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	2,4	5,6	6,2	9,9	6,0
1992 (*)	8,8	8,1			

(*) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 6

EVOLUCION SECTORIAL DEL PRODUCTO GEOGRAFICO BRUTO TRIMESTRAL (a)

(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior)

Sectores	1991					1992		
	1er Trim.	2do Trim.	3er Trim.	4to Trim.	Año	1er Trim.	2do Trim.	1er Sem.
Agropecuario y silvícola	0,5	0,8	2,0	2,1	1,2	-1,3	2,8	0,6
Pesca	2,1	-3,0	49,3	0,8	8,3	12,7	17,5	15,0
Minería	7,4	6,5	-2,3	7,9	4,8	-2,4	-2,0	-2,2
Industria manufacturera	-0,9	9,0	6,2	7,4	5,5	12,3	7,1	9,6
Electricidad, gas y agua	6,5	7,3	9,5	7,8	7,8	9,1	8,2	8,7
Construcción	2,0	3,0	6,0	8,0	4,7	9,0	10,0	9,5
Comercio	3,8	6,8	7,6	15,5	8,6	12,7	12,5	12,6
Transporte y comunicaciones	9,3	11,7	12,6	14,0	11,9	15,0	12,3	13,7
Otros	1,5	3,2	5,8	10,0	5,1	9,2	8,6	8,9
Total PGB	**2,4**	**5,6**	**6,2**	**9,9**	**6,0**	**8,8**	**8,1**	**8,5**

(a) Cifras preliminares.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 7

GASTO DEL PGB

Especificación	VARIACION % 1991/1990	VARIACION % PRIMER SEMESTRE 1992/1991 (*)
Gasto en consumo final de hogares e instituciones privadas sin fines de lucro	5,4	8,5
Gasto en consumo final de gobierno	3,6	3,6
Inversión geográfica bruta en capital fijo	-1,0	17,2
Exportaciones de bienes y servicios	12,9	11,3
Importaciones de bienes y servicios	8,5	23,3
Gasto del PGB	**6,0**	**8,5**

(*) Estimación preliminar.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 8

EMPLEO Y DESOCUPACION EN TODO EL PAIS (a)

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

Fecha	FUERZA DE TRABAJO		OCUPADOS		DESOCUPADOS		TASA DE DESOCUPACION
	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	
1987 Promedio	4.304	1,8	3.903	3,5	401	-12,1	9,3
1988 Promedio	4.460	3,6	4.092	4,9	368	-8,2	8,3
1989 Promedio	4.594	3,0	4.304	5,2	290	-21,3	6,3
1990 Promedio	4.672	1,7	4.392	2,0	280	-3,3	6,0
1991 Promedio	4.731	1,3	4.424	0,7	308	9,8	6,5
1991							
Enero	4.732	0,6	4.466	0,0	266	12,6	5,6
Febrero	4.749	1,0	4.479	0,2	270	15,2	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	12,7	6,2
Mayo	4.679	0,5	4.376	0,1	303	7,1	6,5
Junio	4.647	-0,1	4.333	-0,4	314	4,0	6,8
Julio	4.678	0,7	4.332	0,0	346	10,7	7,4
Agosto	4.714	1,7	4.361	0,9	352	13,1	7,5
Septiembre	4.749	2,5	4.392	1,5	357	16,9	7,5
Octubre	4.758	2,3	4.424	1,7	334	10,8	7,0
Noviembre	4.775	1,9	4.473	1,9	303	2,6	6,3
Diciembre	4.794	1,4	4.540	1,8	254	-5,7	5,3
1992							
Enero	4.822	1,9	4.583	2,6	239	-10,2	5,0
Febrero	4.846	2,0	4.613	3,0	233	-13,8	4,8
Marzo	4.839	1,5	4.600	2,9	240	-19,4	5,0
Abril	4.821	1,9	4.600	3,6	221	-24,6	4,6
Mayo	4.796	2,5	4.576	4,6	221	-27,2	4,6
Junio	4.786	3,0	4.552	5,1	234	-25,6	4,9

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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 9

INDICES DE PRECIOS

Fecha	AL CONSUMIDOR (Base: abril 1989 = 100)			AL POR MAYOR (Base: junio 1992 = 100)		
	Indice	Variaciones		Indice	Variaciones	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1987 Promedio	78,41	-	21,5 (a)	50,40	-	17,1 (a)
1988 Promedio	89,92	-	12,7 (a)	53,40	-	3,3 (a)
1989 Promedio	105,23	-	21,4 (a)	61,46	-	22,8 (a)
1990 Promedio	132,63	-	27,3 (a)	74,84	-	25,7 (a)
1991 Promedio	161,52	-	18,7 (a)	90,95	-	16,5 (a)
1991						
Enero	148,93	0,4	24,8	84,45	0,1	23,9
Febrero	149,12	0,1	24,5	85,13	0,8	25,1
Marzo	150,85	1,2	23,0	85,90	0,9	25,6
Abril	153,63	1,8	23,1	86,28	0,4	24,3
Mayo	157,46	2,5	24,3	88,25	2,3	26,3
Junio	160,36	1,8	23,8	90,46	2,5	27,0
Julio	163,26	1,8	24,0	92,30	2,0	24,8
Agosto	165,24	1,2	23,0	92,85	0,6	22,6
Septiembre	167,40	1,3	18,8	93,93	1,2	17,7
Octubre	172,24	2,9	17,8	96,00	2,2	13,9
Noviembre	173,83	0,9	17,8	97,68	1,8	15,0
Diciembre	175,97	1,2	18,7	98,23	0,6	16,5
1992						
Enero	177,91	1,1	19,5	98,75	0,5	16,9
Febrero	176,79	-0,6	18,6	98,29	-0,5	15,5
Marzo	178,03	0,7	18,0	98,17	-0,1	14,3
Abril	180,37	1,3	17,4	98,58	0,4	14,3
Mayo	182,30	1,1	15,8	99,23	0,7	12,4
Junio	183,55	0,7	14,5	100,00	0,8	10,5
Julio	185,60	1,1	13,7	101,58	1,6	10,1

(a) Variación diciembre a diciembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 10

REAJUSTE INICIAL REAL CONVENIDO EN NEGOCIACIONES COLECTIVAS

(En porcentaje)

Período	SINDICATOS	GRUPOS	TOTAL
1990			
Enero-Marzo	5,1	4,9	5,0
Abril-Junio	3,7	3,7	3,7
Julio-Septiembre	4,6	2,1	4,1
Octubre-Diciembre	3,5	2,9	3,4
1991			
Enero-Marzo	3,2	2,5	3,1
Abril-Junio	3,0	4,7	3,5
Julio-Septiembre	1,4	0,8	1,3
Octubre-Diciembre (*)	1,6	0,8	1,5
1992			
Enero-Marzo (*)	2,9	1,7	2,7

(*) Cifras provisionales.

Fuente: Dirección del Trabajo.

Cuadro 11

INDICE GENERAL DE REMUNERACIONES

(Base: diciembre 1982 = 100)

Fecha	NOMINAL				REAL			
	Indice	Variación porcentual			Indice	Variación porcentual		
		Mes	12 meses	Promedio (a)		Mes	12 meses	Promedio (a)
1987 Promedio	237,27	-	22,1 (b)	19,7	94,40	-	0,5 (b)	-0,2
1988 Promedio	289,98	-	17,5 (b)	22,2	100,58	-	4,3 (b)	6,5
1989 Promedio	345,77	-	25,2 (b)	19,2	102,51	-	3,1 (b)	1,9
1990 Promedio	443,83	-	33,8 (b)	28,4	104,40	-	5,0 (b)	1,8
1991 Promedio	566,84	-	21,9 (b)	27,7	109,52	-	2,7 (b)	4,9
1991								
Enero	531,87	2,7	33,1	33,1	111,41	2,3	6,7	6,7
Febrero	532,93	0,2	33,0	33,0	111,49	0,1	6,8	6,7
Marzo	537,49	0,9	31,8	32,6	111,16	-0,3	7,2	6,9
Abril	544,71	1,3	30,3	32,0	110,61	-0,5	5,8	6,6
Mayo	552,42	1,4	29,3	31,5	109,45	-1,1	4,1	6,1
Junio	559,63	1,3	28,9	31,0	108,87	-0,5	4,1	5,8
Julio	562,70	0,5	26,2	30,3	107,52	-1,2	1,8	5,2
Agosto	563,94	0,2	24,4	29,5	106,47	-1,0	1,1	4,7
Septiembre	581,69	3,1	26,8	29,2	108,40	1,8	6,7	4,9
Octubre	596,23	2,5	25,5	28,8	107,99	-0,4	6,5	5,1
Noviembre	607,70	1,9	24,6	28,3	109,06	1,0	5,8	5,1
Diciembre	630,80	3,8	21,9	27,7	111,83	2,5	2,7	4,9
1992								
Enero	644,10	2,1	21,1	21,1	112,94	1,0	1,4	1,4
Febrero	649,79	0,9	21,9	21,5	114,66	1,5	2,8	2,1
Marzo	655,58	0,9	22,0	21,7	114,88	0,2	3,3	2,5
Abril	668,03	1,9	22,6	21,9	115,54	0,6	4,5	3,0
Mayo	672,90	0,7	21,8	21,9	115,15	-0,3	5,2	3,4
Junio	677,90	0,7	21,1	21,8	115,22	0,1	5,8	3,8

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

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 12

BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	PRIMER SEMESTRE 1991	PRIMER SEMESTRE 1992
I. CUENTA CORRIENTE	**-597**	**143**	**341**	**134**
A. Balanza comercial	1.273	1.576	1.268	893
1. Exportaciones	8.310	8.929	4.606	5.019
2. Importaciones	-7.037	-7.354	-3.338	-4.126
B. Servicios no financieros	-258	36	26	38
C. Servicios financieros	-1.811	-1.809	-1.101	-994
D. Transferencias	199	340	148	196
II. CUENTA DE CAPITAL	**3.292**	**934**	**-150**	**1.157**
A. Capitales de mediano y largo plazo	2.107	1.084	691	397
1. Inversión extranjera (a)	1.015	453	150	229
a) Del exterior	1.022	551	209	452
b) Al exterior	-7	-98	-60	-224
2. Desembolsos créditos DL 600	887	458	283	57
3. Otros desembolsos (b)	1.328	1.152	677	612
4. Amortizaciones	-1.171	-955	-417	-496
5. Otros (c)	48	-24	-2	-5
B. Capitales de corto plazo	1.185	-150	-841	760
1. Líneas comerciales bancarias	257	-283	-547	650
2. Otros	928	133	-294	110
III. ERRORES Y OMISIONES	**-326**	**161**	**286**	**148**
IV. SALDO BALANZA DE PAGOS	**2.368**	**1.238**	**477**	**1.438**

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 13

BALANZA COMERCIAL
(Enero-julio 1992)

Especificación	Millones de dólares				Variaciones porcentuales (*)			
	1er trim.	2do trim.	1er sem.	enero-julio	1er trim.	2do trim.	1er sem.	enero-julio
SALDO BALANZA COMERCIAL	**450**	**443**	**893**	**926**	**-7,9**	**-43,2**	**-29,6**	**-31,2**
Exportaciones totales (FOB)	**2.452**	**2.567**	**5.019**	**5.956**	**12,5**	**5,8**	**9,0**	**11,8**
Cobre	851	940	1.791	2.138	-2,7	-0,3	-1,4	4,2
Otras principales (a)	878	889	1.767	2.056	13,5	5,8	9,5	10,8
Resto	723	738	1.461	1.762	36,1	14,5	24,3	24,2
Importaciones totales (CIF)	**2.200**	**2.332**	**4.532**	**5.520**	**18,5**	**28,1**	**23,3**	**26,0**
Importaciones totales (FOB)	**2.002**	**2.125**	**4.126**	**5.030**	**18,4**	**28,9**	**23,6**	**26,4**
Bienes de consumo	384	413	797	976	36,7	41,0	38,9	40,3
Bienes intermedios	1.220	1.286	2.506	3.056	11,1	19,3	15,2	18,0
Combustibles	246	269	516	649	-8,3	5,2	-1,8	5,1
Resto	973	1.017	1.990	2.407	17,4	23,7	20,5	22,0
Bienes de capital	597	632	1.229	1.488	24,8	40,8	32,6	36,1

(*) Respecto al mismo período de 1991.

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 14

EXPORTACIONES DE BIENES
(A julio de cada año)

Especificación	Millones de dólares				Variación porcentual (*)		
	1989	1990	1991	1992	1990	1991	1992
Total	**4.651,3**	**5.024,6**	**5.324,7**	**5.955,5**	**8,0**	**6,0**	**11,8**
Cobre	2.122,2	2.113,2	2.051,1	2.138,2	-0,4	-2,9	4,2
Otros productos principales	1.568,4	1.673,2	1.855,0	2.055,5	6,7	10,9	10,8
Hierro	64,4	77,5	104,1	87,9	20,3	34,3	-15,6
Salitre y yodo	77,8	76,8	64,4	82,3	-1,3	-16,1	27,8
Plata metálica	52,2	56,9	31,9	59,8	9,0	-43,9	87,5
Minerales de oro	47,6	56,4	35,2	29,9	18,5	-37,6	-15,1
Fruta fresca	485,6	631,7	784,1	762,4	30,1	24,1	-2,8
Harina de pescado	328,4	233,2	262,9	351,4	-29,0	12,7	33,7
Madera aserrada	51,0	87,6	98,8	81,2	71,8	12,8	-17,8
Rollizos y madera cepillada	67,3	52,3	44,4	47,0	-22,3	-15,1	5,9
Celulosa cruda	48,2	65,8	51,5	64,7	36,5	-21,7	25,6
Celulosa blanqueada	124,2	134,1	113,9	228,0	8,0	-15,1	100,2
Metanol	44,6	38,3	57,3	32,1	-14,1	49,6	-44,0
Carbonato de litio	13,1	12,5	14,6	18,5	-4,6	16,8	26,7
Oxido y ferromolibdeno	80,4	49,1	61,9	55,6	-38,9	26,1	-10,2
Oro metálico, doré y aleado	83,6	101,0	130,0	154,7	20,8	28,7	19,0
Resto	960,7	1.238,2	1.418,6	1.761,8	28,9	14,6	24,2
	Participación relativa (%)						
Cobre	45,6	42,1	38,5	35,9			
Otros productos principales	33,7	33,3	34,8	34,5			
Resto	20,7	24,6	26,6	29,6			
Total	100,0	100,0	100,0	100,0			

(*) Respecto a igual período del año anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 15

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES
(Millones de dólares)

Especificación	1989	1990	1991	A JULIO		Var. porcentual		
				1991	1992	1990	1991	julio 92/91
Total (*)	**1.644,1**	**2.029,9**	**2.519,3**	**1.418,6**	**1.761,8**	**23,5**	**24,1**	**24,2**
Pescados frescos enfriados y congelados	214,2	334,0	417,9	257,2	356,0	55,9	25,1	38,4
(Salmón)	(38,3)	(98,6)	(136,6)	(101,5)	(155,4)	(157,4)	(38,5)	(53,1)
Chips de madera	84,0	106,4	152,2	85,8	104,9	26,7	43,0	22,3
Papel periódico	71,3	65,8	68,8	49,0	31,8	-7,7	4,6	-35,1
Purés y jugos de tomate	32,5	48,5	43,8	32,1	31,3	49,2	-9,7	-2,5
Frejoles	40,1	44,4	31,9	22,5	17,7	10,7	-28,2	-21,3
Conservas de pescado	42,4	41,7	36,3	20,4	23,3	-1,7	-12,9	14,2
Moluscos precocidos y conservados	38,6	41,3	57,9	28,9	36,8	7,0	40,2	27,3
Vino embotellado	28,2	38,6	57,5	26,8	38,5	36,9	49,0	43,7
Calzado	18,5	34,9	51,7	25,5	20,3	88,6	48,1	-20,4
Agar-agar	21,8	31,6	28,0	19,3	14,4	45,0	-11,4	-25,4
Nitrato de potasio	23,9	28,9	32,7	20,9	19,4	20,9	13,1	-7,2
Jugos de fruta	19,0	26,2	61,9	39,0	50,7	37,9	136,3	30,0
Prendas de vestir exteriores	24,0	26,0	25,1	17,7	18,7	8,3	-3,5	5,6
Pasas	17,9	25,9	30,2	12,8	8,8	44,7	16,6	-31,3
Neumáticos, cámaras y cubrecámaras	17,9	25,8	31,6	17,1	20,7	44,1	22,5	21,1
Rollizos para pulpa	39,2	24,0	25,7	15,8	8,0	-38,8	7,1	-49,4
Alambres de cobre	0,4	22,6	27,1	13,3	23,1	5.550,0	19,9	73,7
Crustáceos congelados	22,0	20,6	24,1	12,5	10,6	-6,4	17,0	-15,2
Algas	12,4	18,6	17,5	13,3	9,4	50,0	-5,9	-29,3
Moluscos frescos o congelados	26,2	17,2	19,3	13,6	13,9	-34,4	12,2	2,2
Barcos	10,4	15,5	8,0	4,8	9,0	49,0	-48,4	87,5
Fruta congelada sin azúcar	8,7	15,3	23,4	20,6	35,0	75,9	52,9	69,9
Organos de transmisión para vehículos	15,6	15,1	22,4	11,1	20,6	-3,2	48,3	85,6
Muebles	8,9	9,5	15,6	8,6	9,8	6,7	64,2	14,0
Subtotal	**838,1**	**1.078,4**	**1.310,6**	**788,6**	**932,7**	**28,7**	**21,5**	**18,3**
(porcentaje sobre el total)	(51,0)	(53,1)	(52,0)	(55,6)	(52,9)			

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 16

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS DEL BANCO CENTRAL
(Millones de dólares)

Especificación	1990	1991	1992 julio
Reservas brutas (Stock a fin de período)	5.358	6.641	8.186
Variación reservas (diciembre - diciembre)	2.409	1.283	1.546 (*)
Saldo balanza de pagos (a)	2.368	1.238	1.516 (*)

(*) Variación diciembre-julio de 1992.
(a) Corresponde a las variaciones de reservas internacionales provenientes de transacciones de balanza de pagos, es decir, excluye aquellas variaciones de reservas producidas por revalorizaciones, monetizaciones de oro y asignaciones de DEG.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 17

DEUDA EXTERNA
(Millones de dólares)

Especificación	1989	1990	1991	1992 (*)
Total (I + II)	**16.252**	**17.425**	**16.405**	**17.146**
I. Mediano y largo plazo	**13.279**	**14.043**	**14.194**	**14.334**
Sector público	10.350	9.808	9.489	9.374
Sector privado	2.929	4.235	4.705	4.960
II. Corto plazo	**2.973**	**3.382**	**2.211**	**2.812**
Sector público	1.901	1.984	1.064	303
Sector privado	1.072	1.398	1.147	2.509
III. Banco Central con FMI	**1.268**	**1.151**	**955**	**866**

(*) Cifras preliminares a julio.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 18

PROYECCIONES MACROECONOMICAS PARA 1992 Y 1993

Especificación	1992	1993
	(variaciones porcentuales)	
1. Producto geográfico bruto	7,5	5 - 6
2. Indice de precios al consumidor	13	10 - 12
3. Volumen de las exportaciones	13	5
a) Cobre	6	0
b) No cobre	17	9
	(porcentajes del PGB)	
4. Déficit en cuenta corriente		
a) A precios corrientes	1	3
b) Con precio del cobre de tendencia	3	4
5. Formación bruta de capital fijo	19,5	20
	(centavos de US$ por libra)	
6. Precio del cobre	105	100

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 19

BALANZA DE PAGOS, PROYECCION
(Millones de dólares)

Especificación	1992	1993
I. **CUENTA CORRIENTE**	**-228**	**-1.019**
A. Balanza comercial	1.125	737
1. Exportaciones FOB	9.940	10.449
2. Importaciones FOB	-8.815	-9.713
B. Servicios no financieros	102	3
C. Servicios financieros	-1.868	-2.332
D. Transferencias	413	573
II. **CUENTA DE CAPITAL**	**1.980**	**1.839**
A. Capitales de mediano y largo plazo	927	1.153
1. Inversión extranjera (a)	436	549
a) Del exterior	754	894
b) Al exterior	-318	-345
2. Desembolsos créditos DL 600	313	480
3. Otros desembolsos (b)	1.231	1.436
4. Amortizaciones	-1.041	-1.293
5. Otros (c)	-11	-19
B. Capitales de corto plazo	1.053	686
1. Líneas comerciales bancarias	526	230
2. Otros	527	456
III. **ERRORES Y OMISIONES**	**148**	**0**
IV. **SALDO BALANZA DE PAGOS**	**1.900**	**820**

(a) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, Capítulo XIX e inversiones al exterior.
(b) Incluye US$ 120 millones, en 1992, correspondientes a bonos emitidos por la República de Chile.
(c) Incluye pago de reversión de retiming en 1993, financiamiento por leasing y variación de activos externos.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 20

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

Especificación	1991 Dic.	1992 Jun.	1992 Dic.	1993 Dic	Var. porcentual Dic.92/ Dic.91	Var. porcentual Dic.93/ Dic.92
1. **Activos**	**7.379**	**7.782**	**8.574**	**9.791**	**16,2**	**14,2**
1.1 Reservas internacionales netas	2.609	3.116	3.531	4.210	35,3	19,2
(millones de dólares)	*6.639*	*8.037*	*8.498*	*9.318*	28,0	
1.2 Activos internos	4.770	4.666	5.043	5.581	5,7	10,7
1.2.1 Pagarés del fisco	2.783	2.830	3.071	3.458	10,3	12,6
1.2.2 Cartera subordinada	1.135	1.207	1.334	1.546	17,5	15,9
1.2.3 Otros activos	852	629	638	577	-25,1	-9,6
2. **Pasivos**	**6.707**	**7.192**	**7.955**	**9.091**	**18,6**	**14,3**
2.1 Pasivos externos de mediano y largo plazo	817	804	854	912	4,5	6,8
(millones de dólares)	*2.050*	*2.073*	*2.055*	*2.019*	0,2	
2.2 Pasivos internos	1.545	1.564	1.943	2.251	25,8	15,9
2.2.1 Encaje y cuentas corrientes en moneda extranjera	40	247	387	421	867,5	8,8
2.2.2 Depósitos y otras obligaciones	1.505	1.317	1.556	1.830	3,4	17,6
2.3 Emisión	564	513	568	691	0,7	21,7
2.4 Pagarés del Banco Central	3.781	4.311	4.590	5.237	21,4	14,1
3. **Patrimonio (1 - 2)**	**672**	**590**	**619**	**700**	**-7,9**	**13,1**

Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE

AGUSTINAS 1180 - SANTIAGO
CASILLA POSTAL 967 - SANTIAGO
TELEFONO: 6962281
TELEX: 40569 CENBC CL
FAX: 56-2-6984847