EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1995 Y PERSPECTIVAS PARA 1996

BANCO CENTRAL DE CHILE

Septiembre 1995

BANCO CENTRAL DE CHILE

EVOLUCIÓN DE LA ECONOMÍA EN 1995 Y PERSPECTIVAS PARA 1996 (*)

Septiembre 1995

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

ÍNDICE

PRIMERA PARTE: Perspectivas Económicas y Principales Desafíos de la Política Macroeconómica .. 7

I. Las Condiciones Actuales ... 9

I.1 Desarrollos durante 1995 ... 9

I.2 Las perspectivas para el resto de 1995 ... 13

II. Políticas Macroeconómicas y Perspectivas para 1996 ... 16

II.1 La nueva modalidad de política monetaria ... 16

II.2 Política cambiaria y regulación de los flujos de capitales externos ... 18

II.3 Perspectivas y metas macroeconómicas para 1996 ... 21

III. El Patrimonio del Banco Central y la Política Monetaria ... 25

III.1 Los objetivos del Banco Central y su patrimonio ... 25

III.2 Políticas, principales activos y resultados patrimoniales ... 26

III.3 El programa monetario y el balance del Banco Central ... 30

SEGUNDA PARTE: La Economía Chilena y las Políticas Macroeconómicas Vigentes ... 33

I. Política Monetaria ... 35

I.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés ... 35

I.2 La evolución de los agregados monetarios y del crédito ... 39

II. La Política y la Institucionalidad Cambiaria ... 42

II.1 Política cambiaria ... 42

II.2 Institucionalidad cambiaria ... 46

III. Actividad Económica, Gasto Global y Empleo ... 49

III.1 Actividad sectorial y gasto agregado ... 49

IV. Inflación y Remuneraciones ... 53

IV.1 Indicadores de inflación por sectores y subyacente ... 53

IV.2 Remuneraciones y productividad ... 55

IV.3 EL proceso inflacionario y sus perspectivas ... 56

V. El Sector Externo ... 57

V.1 La cuenta corriente ... 57

V.2 La cuenta de capitales ... 60

V.3 Reservas internacionales y deuda externa ... 62

GRÁFICOS Y CUADROS

A. Gráficos

1. Índice de precios al consumidor 11
2. Tipo de cambio real 19
3. Tasas de interés medias: mercado y Banco Central 36
4. Tasas de interés de 90 a 365 días en operaciones reajustables 37
5. Documentos licitados del Banco central. Estructura de tasas de interés reales 38
6. Circulante y dinero privado (M1A) 39
7. Colocaciones del sistema financiero 40
8. Valores del dólar 44
9. Tipo de cambio real efectivo sin América Latina 45
10. Tasa de crecimiento del PIB trimestral 49
11. Crecimiento anualizado de tendencia del producto 50
12. Importaciones de bienes FOB 59

B. Cuadros

1. Proyecciones macroeconómicas para 1995 y 1996 65
2. Balanza de pagos: cifras anuales 66
3. Índices de precios 67
4. Principales agregados monetarios 68
5.0 Balance resumido del Banco Central 69
5.1 Resultados de caja del Banco Central 70
5.2 Resultados de caja del Banco Central 71
5.3 Resultados de caja del Banco Central netos de costo de fondos 72
5.4 Pérdidas y ganancias del Banco Central: incluye intereses y reajustes 73
5.5 Pérdidas y ganancias del Banco Central: intereses netos 74
5.6 Pérdidas y ganancias del Banco Central: reajustes reales 75
5.7 Flujos de fondos del Banco Central 76
6. Tipo de cambio observado real 77
7. Tasas de interés de los instrumentos del Banco Central 78
8. Tasas de interés reajustables del sistema financiero de 90 a 365 días 79
9. Origen y destino de las variaciones de la emisión 80
10. Colocaciones del sistema financiero 81
11. Producto interno bruto trimestral 82
12. Evolución sectorial del producto interno bruto trimestral 83
13. Gasto del producto interno bruto 84
14. Empleo y desocupación en todo el país 85
15. Reajuste inicial real convenido en negociaciones colectivas 86

16A. Indice de remuneraciones por hora 87
16B. Indice de costo de la mano de obra 87
17. Balanza de pagos 88
18. Balanza comercial 89
19. Exportación de bienes 90
20. Exportaciones no tradicionales 91
21. Servicios no financieros 92
22. Servicios financieros 93
23. Reservas internacionales brutas del Banco Central 94
24. Deuda externa 95

PRIMERA PARTE

Perspectivas Económicas y Principales Desafíos de la Política Macroeconómica

PRIMERA PARTE

PERSPECTIVAS ECONÓMICAS Y PRINCIPALES DESAFÍOS DE LA POLÍTICA MACROECONÓMICA

I. LAS CONDICIONES ACTUALES

I.1 Desarrollos durante 1995.

El comportamiento reciente de la economía chilena se enmarca en una senda de crecimiento y reducción de la inflación cuyos resultados son más favorables que las proyecciones y metas planteadas por el Banco Central en su informe de septiembre de 1994. De hecho, la meta de inflación para 1995 fue reducida en noviembre de 1994. Ello consolidó en un nuevo nivel las expectativas de inflación del sector privado y permitió corregir la estimación de inflación implícita en el cálculo del presupuesto del sector público, antes de que éste se convirtiera en Ley de la República. La baja en la meta de inflación, de ± 9% a ± 8%, se formalizó luego del afianzamiento de la significativa baja en el ritmo inflacionario que se verificó en el segundo semestre de 1994. Cabe señalar, también, que este quiebre en la tendencia de la inflación se materializó sólo después de veinte meses de progreso relativamente lento en esta materia.

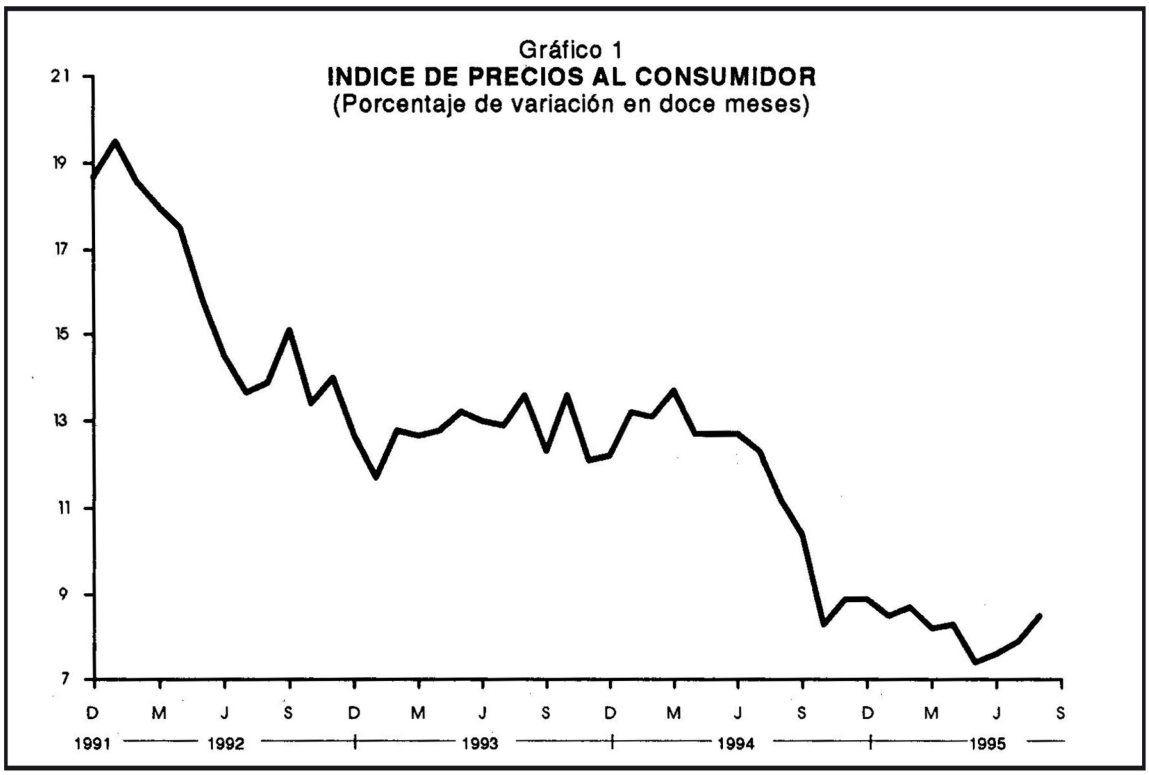
Por su parte, la proyección de crecimiento ha sido revisada en forma sucesiva, en función de los cambios en el escenario externo de la economía chilena. A fines de 1994 y comienzos de 1995 se generó cierta incertidumbre en el escenario financiero internacional. Considerando este hecho, las proyecciones de crecimiento de la actividad y del gasto presentadas en el informe de 1994 parecieron superiores a lo probable para el año. Sin embargo, con posterioridad, en la medida en que el panorama internacional tendió a aclararse y se afianzó la confianza de los mercados externos y de los inversionistas nacionales en la solidez de la economía chilena, los efectos reales esperados de la turbulencia financiera externa se hicieron prácticamente nulos. Así, las perspectivas de crecimiento se volvieron más optimistas. Más aún, con la fuerte mejoría de los términos de intercambio que se ha verificado en 1995, las estimaciones actuales de crecimiento de la actividad y del gasto para el presente año superan claramente a las proyecciones originales.

El Banco Central espera que en 1995 el crecimiento real del Producto Interno Bruto (PIB) se aproxime a 7%, mientras se proyecta que el gasto interno aumente casi dos puntos porcentuales por sobre el crecimiento del producto. Este desempeño se inscribe en una senda de aumento del producto y gasto compatible con el crecimiento de tendencia y el aumento esperado del ingreso nacional. Durante el primer semestre de 1995 el PIB habría crecido algo más de 7% en relación con igual período del año anterior, dinámica que ha estado sustentada tanto por la evolución de la demanda externa como por la interna. En efecto, las exportaciones de bienes y servicios habrían crecido en términos reales 13,4% y 10,0% en el primer y segundo trimestre de 1995 respecto a iguales períodos del año anterior, mientras que las importaciones lo habrían hecho en 21,7% y 17,4%, respectivamente. Por lo anterior, se estima que el crecimiento del gasto, tanto del primero como del segundo trimestre, alcanzó un valor en torno a 10%. El dinámico crecimiento de la demanda interna se ha visto influido de manera notoria por la recuperación en el nivel de inventarios ocurrida durante el primer semestre del año.

Junto con este incremento del gasto, en el ámbito monetario las cifras muestran un crecimiento anual nominal del dinero privado ampliado (M1A) que, situándose en 22,5% en diciembre del año pasado, llegó a 27,1% en junio, para luego moderarse y registrar un ritmo de aumento de 22,3% anual en agosto. Este crecimiento equivale a un incremento de los saldos reales de 12,7% en doce meses, el que excede significativamente al crecimiento del producto. Este fenómeno se explica en parte por la disminución del costo de mantener dinero, derivado de la desaceleración inflacionaria, así como por la remonetización de la economía después del fin del ajuste ocurrido durante el período 1993-94.

Las cuentas externas, por su parte, han mostrado un comportamiento muy favorable durante el primer semestre de este año, con un superávit de balanza comercial y de cuenta corriente de US$ 1.332 y US$ 725 millones, respectivamente, cifras que superan en cerca de US$ 1.000 millones los resultados obtenidos en igual período de 1994. Mientras en el primer semestre del año pasado las exportaciones de bienes alcanzaron US$ 5.373 millones, en igual período de 1995 registraron cerca de US$ 8.000 millones, como resultado de incrementos tanto de los precios como de los volúmenes exportados. Asimismo, debido a la mayor actividad económica, al aumento de precios internacionales y, en alguna medida, a la apreciación real del peso, las importaciones de bienes crecieron 32% en términos de valor, pasando de US$ 5.028 millones en el primer semestre de 1994 a US$ 6.621 millones en igual período de 1995.

En relación con la cuenta de capitales, durante el primer semestre de 1995 se verificó una menor entrada de capitales al país, al anotarse un ingreso neto de capitales de US$ 684 millones, registro claramente inferior a los US$ 1.424 millones ingresados en igual período del año pasado. Esto se explica por una moderada reducción de la entrada neta de capitales de mediano y largo plazo -desde US$ 1.294 millones en el primer semestre de 1994 a US$ 988 millones en igual período de este año- y por una reversión de los capitales de corto plazo que, de anotar un ingreso de US$ 131 millones en el primer semestre del año pasado, registraron una salida por US$ 304 millones en el primer semestre de 1995, fenómeno este último



que estuvo relacionado con los efectos financieros derivados de la crisis mexicana.

En el primer semestre de 1995 el saldo de la balanza de pagos, esto es, la suma del saldo de la cuenta corriente y la cuenta de capitales y descontados errores y omisiones por algo más de US$ 520 millones, alcanzó US$ 884 millones, lo que supera levemente el superávit anotado en igual período del año pasado, el que ascendió a US$ 752 millones.

En materia de inflación, transcurridos los primeros ocho meses del año, la inflación acumulada asciende a 6,4%, lo que se compara favorablemente con el 6,8% acumulado a igual fecha del año pasado, sobre todo considerando que la inflación de agosto de este año se ha incrementado por efectos puntuales, que deberían disiparse en los próximos meses. Si bien la inflación en doce meses bajó de 8,9% en diciembre de 1994 a 7,4% en mayo, para luego repuntar a 8,5% en agosto, es importante destacar la presencia de varios elementos desfavorables, pero transitorios, que han incidido en este repunte. Entre estos se incluye el efecto del alza de tributos indirectos, y alzas de los precios de algunos alimentos, derivadas de la situación del clima y de desvíos transitorios respecto de su tendencia, para algunos precios internacionales. En efecto, diferentes indicadores de la inflación subyacente o de tendencia -que corrigen las distorsiones introducidas por algunos productos, principalmente alimentos, cuyos precios muestran fuertes oscilacio-

nes, muchas de estas de carácter estacional- registran una continua disminución de la trayectoria inflacionaria a lo largo de este año, partiendo de 9,4% a fines del año pasado y situándose en agosto algo por arriba de 7% anual. (Gráfico 1)

La evolución de las remuneraciones nominales en los últimos doce meses también ha sido coherente con la desaceleración inflacionaria, aunque su reducción se ha dado a un ritmo más lento que el de los precios. Durante el segundo semestre de 1994 el nuevo índice de remuneraciones por hora desaceleró su ritmo de incremento desde 17,2%, observado en junio de 1994, a 13,5% observado en diciembre del mismo año, mientras que el costo de la mano de obra presentó una disminución desde 16,1% a 14,4% a través del mismo período. Durante el primer semestre del presente año, los índices de remuneraciones y costo de la mano de obra han continuado esta trayectoria a la baja, aunque en el caso de las remuneraciones la desaceleración ha sido muy leve. A julio de este año, las remuneraciones nominales presentaban una tasa de variación en doce meses de 12,6%, mientras que el índice del costo de la mano de obra mostraba un crecimiento en doce meses de 12,1%.

Cabe destacar que el incremento nominal de las remuneraciones no ha generado presiones inflacionarias adicionales sobre los mercados finales, por el aumento registrado en la productividad laboral. El crecimiento de la productividad durante 1995 se ha situado por encima del incremento real de los índices salariales. Adicionalmente, la evolución reciente de la ocupación indica que el mercado laboral puede responder a aumentos en la demanda por trabajo sin que se acelere el crecimiento de los salarios. En general, diversos indicadores del mercado laboral sugieren que su evolución es coherente con la mantención de una trayectoria de equilibrio para el costo de la mano de obra y la desaceleración de la inflación.

Luego de haber consolidado la trayectoria decreciente de la inflación y neutralizado las presiones inflacionarias latentes que habían empezado a incubarse desde 1992, hacia fines del año pasado el Banco Central comenzó a relajar gradual y sucesivamente su política monetaria. En este proceso se ha tenido en cuenta la fortaleza de las cuentas externas, el aumento del ahorro, el elevado crecimiento del ingreso nacional y la reducción en la tendencia de la inflación. Si bien el crecimiento de la demanda interna para 1995 ha sido bastante dinámico, el incremento de los precios internacionales de nuestros productos de exportación por sobre los de importación ha generado un significativo crecimiento del ingreso nacional. Esto ha dado espacio para una política monetaria moderadamente expansiva, que permite acomodar un crecimiento algo mayor del gasto sin arriesgar la estabilidad de precios ni el equilibrio externo.

Junto al manejo prudente de la política monetaria, siempre atenta a evitar desbordes del gasto, la credibilidad generada por el cumplimiento de las metas inflacionarias planteadas en años anteriores ha sido un elemento que ha contribuido al éxito que ha tenido la política de reducción gradual de la inflación. Esta ganancia de credibilidad, que el Banco Central pretende seguir manteniendo como activo, significa que el instituto emisor continuará vigilando los desarrollos macroeconómicos, en especial en lo referente al

comportamiento de la inflación.

Es útil, en medio de condiciones tan favorables, reflexionar sobre la conducción macroeconómica más reciente, con el objeto de recalcar la importancia de adoptar acciones oportunas y no precipitadas, a pesar que las mismas muchas veces sean motivo de crítica e incomprensión de diversos sectores. Como se recordará, en 1992 el Banco Central tomó acciones para moderar el ritmo de crecimiento del gasto, que se había acelerado en exceso, poniendo en riesgo la reducción de la inflación y los equilibrios externos. El éxito del proceso de ajuste entonces iniciado permitió consolidar una tendencia inflacionaria decreciente y la estabilidad de las cuentas externas, lo que gradualmente dio espacio para reducciones prudentes de las tasas de interés consideradas consistentes con estos objetivos. Este año, a pesar de las bajas ya registradas en las tasas de interés, que han alcanzado los niveles más bajos de los últimos seis años, muchas voces se han alzado para pedir una reducción más rápida y significativa de las tasas de interés. Sin embargo, el planteamiento previsor y prudente del Banco Central, expresado en una disminución paulatina y pausada de las tasas de interés, ha evitado la incubación de nuevos desequilibrios. Una vez consolidados los avances en materia de inflación, la política monetaria se ha acomodado para generar mayores espacios de crecimiento sostenibles en el tiempo, cautelando tanto el equilibrio interno como el externo.

El corolario de lo anterior es que el manejo monetario ha intentado evitar una aceleración muy temprana y brusca del crecimiento de la economía. En caso contrario, se podría correr un riesgo importante de que, a algunos meses plazo, se requiera iniciar un nuevo ajuste del gasto, lo que a la larga haría este proceso más costoso y retardaría la consolidación de un ritmo de desarrollo sólido y sostenible de la economía nacional.

I.2 Las perspectivas para el resto de 1995.

Dada la fortaleza de nuestras cuentas externas y el incremento del ingreso nacional a lo que se ha sumado el descenso de las tasas de interés, se estima que el crecimiento del producto alcanzaría a cerca de 7% en 1995, mientras que la tasa de crecimiento del gasto interno superaría a la del producto en casi dos puntos porcentuales. El crecimiento del gasto, si bien elevado y superior al crecimiento del PIB observado, así como al del potencial de la economía, se estima transitorio y producto de una coyuntura favorable de los precios internacionales. El aumento de la actividad y del gasto no impedirán el progreso en materia inflacionaria, y se proyecta que la tasa de inflación anual de 1995 debiera situarse en torno al 8% proyectado. (Cuadro 1)

El crecimiento económico de 1995 constituye un excelente desempeño, y marca una clara recuperación del crecimiento de la actividad económica, luego de terminado el proceso de ajuste de la economía chilena iniciado en 1992. Cabe destacar que si bien se ha dado un crecimiento del gasto interno mayor al del producto, aquel ha sido claramente inferior al crecimiento del ingreso nacional, lo que ha significado

una cuenta corriente más favorable. En efecto, se estima un crecimiento del ingreso nacional de 12,8%, cifra superior al aumento esperado de la demanda interna. Se proyecta que el consumo privado crezca a una tasa similar a la del gasto global, pero menor a la del ingreso, lo que unido a una expansión moderada del consumo público, significaría un alza del ahorro interno y un crecimiento económico compatible con una trayectoria decreciente de la inflación. Por otra parte, la formación de capital crecerá a un ritmo similar al del producto, como consecuencia tanto de las menores tasas de interés y de las condiciones externas, como del ciclo normal de la construcción. La acumulación de los niveles de inventarios, propia de los períodos de recuperación, será otro impulso al crecimiento del gasto en 1995.

Al igual que el año pasado, las exportaciones de bienes y servicios volverán a tener el liderazgo en el proceso de expansión de la economía, aumentando su crecimiento en términos de volumen desde algo más de 8% en 1994 a alrededor de 13% en 1995. Este dinámico comportamiento de las exportaciones se explica tanto por el significativo crecimiento de las exportaciones no tradicionales así como de las de cobre.

En cuanto al consumo privado, se estima que registrará un incremento algo superior a 9%, prácticamente el doble del crecimiento observado durante 1994.

El ahorro nacional, en tanto, se proyecta alcanzará una cifra en torno a 27% del PIB medido a precios corrientes, registro que constituye un máximo histórico para nuestra economía, y que es superior en más de un y medio punto porcentual al registrado en 1994. Este incremento refleja un crecimiento del consumo menor que el dinámico aumento del ingreso nacional disponible, derivado de los favorables términos de intercambio con que ha contado la economía chilena. El alza de los términos de intercambio provoca un aumento del ingreso disponible, lo que junto con el menor aumento del consumo real genera una capacidad adicional de ahorro interno; este mayor ahorro, al mantenerse la tasa de inversión en un nivel similar al del año pasado, reduce el financiamiento externo necesario medido por el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La mejoría de los términos de intercambio ya comentada se inició en 1994, y ha sido superior a la esperada. Esto ha llevado al Banco Central a revisar sucesivamente las proyecciones del saldo en la cuenta corriente y en la balanza comercial. Así, mientras en septiembre de 1994 se estimaba un déficit en cuenta corriente de US$ 1.500 millones para 1995, en la actualidad se proyecta un resultado superavitario, en torno a US$ 500 millones. El saldo de la balanza comercial se proyecta en algo menos de US$ 2.000 millones, resultado que se compara muy favorablemente con las proyecciones iniciales, que estimaban para este año un superávit comercial de sólo US$ 100 millones. Los mejores resultado de las cuentas externas encuentran su explicación fundamentalmente en la mejoría de los términos de intercambio, particularmente por el fuerte aumento de precios del cobre y de otros productos principales de exportación, aunque no puede desconocerse el efecto del apreciable incremento de los volúmenes exportados. (Cuadro 2)

Las proyecciones de balanza de pagos para el presente año muestran una situación de abundancia de divisas, predominantemente como resultado de la mejoría, en parte transitoria, de la balanza comercial, expresada en exportaciones por US$ 15.900 millones e importaciones por US$ 13.900 millones (Cuadro 2). Dichas estimaciones consideran un precio promedio anual del cobre de 132,5 centavos de dólar la libra. La proyección de exportaciones de bienes para 1995 indica un crecimiento en torno a 38% en términos de valor y de algo más de 12% en términos de volumen. Este incremento está siendo liderado por las exportaciones de cobre y por las no tradicionales, las que se proyecta crecerán en el año cerca de 14% y 15% en volumen, respectivamente. En cuanto a las importaciones de bienes, se estima que éstas crecerán en torno a 16% real respecto del año pasado, lo que resulta coherente con el mayor crecimiento esperado del gasto durante el presente año.

La cuenta de servicios presentará un déficit, íntegramente atribuible a los servicios financieros. Se estima que el saldo de servicios no financieros será de US$ 50 millones, mientras que el déficit proyectado para los servicios financieros tendrá un leve incremento en relación al año pasado, alcanzando a US$ 1.950 millones. Finalmente, se prevé que las transferencias serán de alrededor de US$ 400 millones, superiores a las observadas en 1994. En consecuencia, la cuenta corriente anotaría un resultado superavitario en 1995 de unos US$ 500 millones, algo menos de 1,0% del PIB. Cabe destacar que este resultado no constituye tendencia, pues difiere del déficit de cuenta corriente de mediano plazo. Dicha diferencia se explica, en lo fundamental, por los elementos transitorios vinculados a la evolución en los precios de intercambio.

El saldo de la balanza de pagos para el año se estima en alrededor de US$ 1.950 millones. Dada la posición superavitaria -que se evalúa transitoria, pues se estima un déficit en cuenta corriente del orden de 3% para términos de intercambio normalizados- este saldo es consistente con un ingreso neto de capitales -incluyendo errores y omisiones- de alrededor de US$ 1.450 millones, los que corresponden mayoritariamente a financiamiento externo de mediano y largo plazo. Al fuerte ingreso de capitales contribuye de manera significativa la inversión extranjera neta, que se estima alcanzará US$ 950 millones en 1995, derivada de US$ 1.600 millones de inversiones del exterior y de US$ 650 millones de inversiones chilenas al exterior. Estas cifras demuestran que los logros en materia económica han permitido aumentar el intercambio financiero con el exterior y consolidar la confianza que el resto del mundo tiene en la economía chilena. El resto de los capitales de mediano y largo plazo llegaría a US$ 950 millones. Por último, el flujo de capitales de corto plazo alcanzaría una cifra del orden de US$ 50 millones.

De manera similar a lo sucedido en el primer semestre, las proyecciones de la cuenta de capitales para la segunda mitad del año muestran un importante crecimiento en las amortizaciones con respecto a igual período del año anterior. Este crecimiento se explica fundamentalmente por el pago de la segunda cuota de la deuda del Banco Central correspondiente al programa financiero. La sólida posición de balanza de pagos permitirá efectuar estos prepagos, los que afectarán inicialmente al endeudamiento externo con organismos multilaterales. Por otra parte, también se prevé un incremento en las amortizaciones de otros

créditos contratados tanto por el sector público como por el sector privado en períodos anteriores. Como resultado de lo señalado, el total de amortizaciones del año 1995 será del orden de US$ 2.050 millones, US$ 648 millones por sobre el nivel del año anterior. Cabe señalar que el Banco Central también tiene contemplado prepagar durante el segundo semestre de 1995 la deuda que mantiene con el Fondo Monetario Internacional y que asciende aproximadamente a US$ 210 millones, y con el Banco Interamericano de Desarrollo, que alcanza a US$ 86 millones.

II. POLÍTICAS MACROECONÓMICAS Y PERSPECTIVAS PARA 1996

II.1 La nueva modalidad de política monetaria.

La política monetaria del Banco Central está orientada a facilitar tanto la consolidación de los logros en materia de inflación, así como a impulsar futuros avances hacia la estabilidad de precios. En este sentido, el instituto emisor tiene como misión buscar los mecanismos más eficientes para la realización de una política monetaria acorde con estos principios. Por casi una década la política monetaria del Banco Central se ha basado en el control de las tasas de interés de alguno de los instrumentos financieros ofrecidos por éste. Esta política se ha fundamentado en la influencia que dichas tasas ejercen, directa e indirectamente, sobre el ritmo de expansión del gasto agregado. La constatación empírica de cierta inestabilidad de la demanda de dinero ha hecho no recomendable una política basada en el control de agregados monetarios, pues su adopción implicaría que, aun alcanzando los objetivos intermedios fijados, pueden existir desvíos importantes en materia de las metas macroeconómicas.

Durante el primer semestre de este año el Consejo del Banco Central determinó modificar la modalidad de efectuar la política monetaria, sin por esto abandonar la política de control de tasas de interés. Estas modificaciones no representaron un giro importante en los objetivos del Banco Central, así como tampoco en su apreciación sobre la marcha de la economía. Ellas sólo buscaron ampliar y perfeccionar el instrumental disponible para lograr el objetivo de control del gasto agregado, destinado a perseguir con igual énfasis las metas finales de estabilidad de precios y el normal desarrollo de los pagos internos y externos.

Después de varios años en que la política monetaria centró su acción en las tasas de interés de los pagarés reajustables de corto plazo (PRBC a 90 días) ofrecidos por el instituto emisor, se optó por centrar el énfasis de la política en la tasa interbancaria diaria, pasando la tasa de interés del PRBC a ser determinada por el mercado en licitaciones periódicas. Este cambio se inscribe en el proceso de entregar al mercado un rol más importante en la determinación de la estructura de tasas de interés, situación que ya era efectiva para las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo del Banco Central (PRC), y que gradualmente se ha hecho extensiva a las tasas de interés a 90 días de los PRBC.

Como es sabido, el Banco Central de Chile no sólo ejecuta su política a través de los mercados financieros de corto plazo, sino que también se ha visto obligado a intervenir en los mercados más largos, realizando una labor que en otros países desarrolla el equivalente de la Tesorería General de la República. El grueso de la deuda interna del sector público fue asignada al Banco Central y se encuentra registrada en el balance del instituto emisor. La razón de esta anomalía es que dicha deuda fue emitida para financiar el rescate de buena parte de la banca privada de mediados de los años ochenta, y las autoridades de la época consideraron que el Banco Central podía colocar esa deuda a un menor costo. Más recientemente, la política de esterilización del influjo de divisas y la consecuente acumulación de reservas internacionales y una política de extender el plazo de las obligaciones internas del instituto emisor, han significado nuevos incrementos absolutos de la deuda interna de mediano y largo plazo, si bien ésta se ha mantenido estable como proporción del PIB. En la actualidad se espera que la participación del Banco Central en estos mercados financieros sea lo más neutral posible, con un impacto mínimo en la estructura de la curva de rendimiento.

La nueva modalidad de política monetaria se resume, en lo fundamental, en que el Banco Central deja de fijar la tasa de interés de sus pagarés reajustables a 90 días mediante su venta por ventanilla abierta, concentrando su atención, en cambio, en el uso de las tasas de interés de un día para instrumentalizar su ejecución. Esta modificación no significa que el Banco Central deje de influir sobre las tasas de interés a plazos mayores al diario como un objetivo intermedio en la realización de su política monetaria, sino que constituye un cambio en la forma en que esta influencia se materializa, otorgándole mayor iniciativa, flexibilidad y eficacia a la política monetaria.

El Banco Central cuenta con una serie de mecanismos que aseguran la mantención de la tasa de interés diaria dentro de un rango consistente con los objetivos de la política monetaria. Por una parte, se ha establecido una cuenta de depósito de liquidez en la cual se pueden efectuar depósitos a un día y obtener una tasa de interés que en la actualidad equivale en términos anuales a la variación de la Unidad de Fomento (UF) más 5,0%. Este mecanismo establece un piso efectivo a la liquidez del sistema y, por lo tanto, a las tasas de interés de corto plazo. Esto no significa que las tasas interbancarias deban ubicarse a ese nivel, pues sólo es una cota mínima, que no necesariamente es operativa en cada momento del tiempo. Por otra parte, el Banco Central provee liquidez al sistema financiero a través de tres tramos de la línea de crédito de liquidez, cuya tasa, para el primero de los tres tramos, actualmente se ubica en UF más 5,7% anual. La existencia de esta línea de crédito, como también el manejo activo de las operaciones de compra de títulos con pacto de retrocompra (repos) limitan movimientos indeseados al alza en las tasas de interés de muy corto plazo. Existe además, un elemento discrecional en la determinación de los cupos de licitación, que permite al instituto emisor afectar las condiciones de liquidez y entregar señales sobre lo que considera un equilibrio apropiado para la tasa de interés. Por último, cabe señalar que el Banco Central puede neutralizar movimientos indeseados a la baja en los tipos de interés mediante la licitación, no previamente anunciada, de títulos de plazo y monto a determinar en cada ocasión.

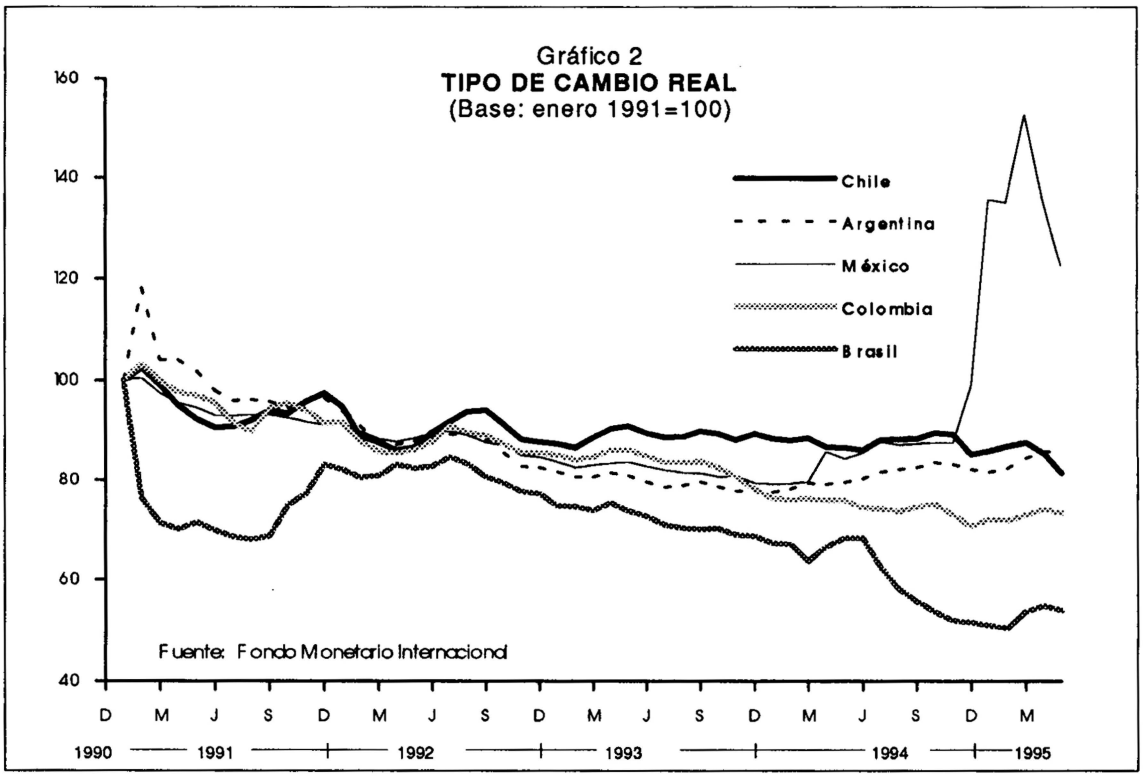
El nuevo sistema de hacer política monetaria presenta varias ventajas respecto al anteriormente vigente, entre las que destacan evitar el efecto desequilibrador de la especulación, otorgar mayor flexibilidad para responder a las condiciones de mercado y abrir la posibilidad de ajustes graduales. La fijación de tasas de instrumentos de 90 días podía producir efectos perversos ante expectativas de eventuales cambios en dichas tasas. En efecto, al existir expectativas, por ejemplo de una eventual reducción de la tasa a la que estaba fijado el PRBC, se creaban incentivos para que los agentes económicos adquirieran mayores volúmenes de estos instrumentos ofrecidos por el Banco Central, lo que hacía disminuir la liquidez y elevaba las tasas de interés de mercado de corto plazo, distorsionando el normal funcionamiento del mercado financiero. La ejecución de la política sobre la base de las tasas diarias resuelve el mencionado problema y aumenta la eficacia de la política monetaria, permitiendo una mayor iniciativa, flexibilidad y frecuencia de los movimientos de tasas cortas, las que a su vez afectan al resto de las tasas y permiten un mayor control de las condiciones de liquidez para influir sobre el curso del gasto agregado y de la inflación.

De otro lado, las características del anterior régimen de control monetario rigidizaba un eventual ajuste de las tasas internas frente a cambios en las condiciones internacionales. Como consecuencia de lo anterior, la variabilidad de las condiciones de los mercados internacionales se traspasaba principalmente al tipo de cambio, introduciendo mayor volatilidad e inestabilidad en este importante precio, mientras las tasas de interés de mercado tenían poco margen para fluctuar. Dada la creciente integración financiera que el país ha venido experimentando en los últimos años, la nueva modalidad de política monetaria permite que las tasas de interés de mercado se adapten con mayor flexibilidad a las condiciones vigentes en el país y en el exterior, aminorando presiones de los flujos de capitales y, en consecuencia, entregando una mayor estabilidad al mercado cambiario. En efecto, en el nuevo escenario la mayor flexibilidad de las tasas de interés de corto plazo significa que la volatilidad derivada de los shocks que afectan a la economía chilena se distribuye más equilibradamente entre los movimientos de las tasas de interés, la recomposición de cartera y las variaciones del tipo de cambio, y no sólo mediante estos dos últimos mecanismos, como había ocurría anteriormente. En este sentido, el nuevo esquema permite absorber en forma más adecuada parte de la volatilidad que se ha venido observando últimamente en los mercados cambiarios.

Esta nueva modalidad de realizar política monetaria, más sofisticada y eficaz, ha sido introducida considerando la confianza de que la economía chilena ha llegado a un adecuado grado de madurez en el funcionamiento de su sistema financiero. Por lo demás, la utilización de las tasas de un día como principal instrumento monetario ha sido probada como la forma más eficaz de ejecutar la política monetaria en los países con mercados financieros más desarrollados.

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

A partir de 1990, el valor real del peso se ha venido apreciando, en forma gradual pero sostenida, a una tasa promedio de 4,4% anual, acumulando 19,4% entre 1990 y el primer semestre de 1995. No obstan-



te, el tipo de cambio real de 1995 es 29% más alto que el vigente en 1979, año anterior a la fuerte apreciación del peso ocurrida a principios de los ochenta, y sólo 9% inferior al de 1986, año en que el tipo de cambio sobrerreaccionó al alza para enfrentar la aguda escasez de divisas que hubo que afrontar con posterioridad a la crisis internacional de la deuda externa de comienzos de esa década. Estas comparaciones indican que los actuales niveles de competitividad del sector transable nacional son elevados en términos históricos. Por otra parte, la apreciación real que muestra la moneda nacional durante los noventa no es un fenómeno ajeno a la región, sino más bien el resultado de un profundo cambio en las condiciones externas que afectan a ésta, tanto en lo referente al financiamiento externo como a los mercados de exportación. El gráfico 2 muestra que hasta fines de 1994, Argentina, Brasil, Colombia y México mostraban una apreciación del tipo de cambio real mayor a la chilena; ciertamente la devaluación mexicana de diciembre pasado modificó esa condición para dicha economía en los meses siguientes.

En el primer semestre de 1995 el peso se ha apreciado en términos reales en 4,1% respecto a igual semestre del año anterior. Esta apreciación refleja en parte el alto nivel alcanzado por los términos de intercambio. Durante el primer semestre de 1995 el precio en dólares de las exportaciones se incrementó en 31,6%, mientras el de las importaciones lo hizo en 9,8%. Considerando este elemento, así como la solvencia externa del país y los favorables resultados en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de

pagos, el Banco Central, haciendo un gran esfuerzo patrimonial, ha logrado estabilizar el valor de la divisa en una trayectoria compatible con el equilibrio, tanto de corto como de mediano plazo, de las cuentas externas. Pero esto no significa que se haya intentado evitar toda la volatilidad del tipo de cambio, sino sólo aquella que signifique un desvío fundamental de la trayectoria buscada. Los mercados cambiarios son volátiles debido a que los flujos de divisas correspondientes a las exportaciones, importaciones y movimientos de capitales son inciertos, y es conveniente entonces que el precio de la divisa así lo exprese. En gran parte el riesgo cambiario es inherente al intercambio comercial y financiero con el resto del mundo, y no parece adecuado que en una economía de mercado, el Banco Central incurra en costos excesivos, utilizando recursos públicos, para evitar todas esas fluctuaciones. Por otra parte, los mercados de productos derivados se están desarrollando y profundizando también en lo cambiario, de modo que los participantes en este mercado ven ampliada su posibilidad de traspasar o compartir el riesgo que enfrentan pagando un precio de mercado por este servicio.

El Banco Central mantiene una política de avance sostenido, aunque gradual, hacia la integración a los mercados de capitales internacionales. La justificación de esta política es evitar una excesiva expansión del gasto interno, y apreciación del peso, posibilitar que los precios relativos de los activos se vayan ajustando lentamente a la mayor integración económica y dar tiempo a los agentes internos para que se adecuen a las nuevas condiciones.

En el último año han continuado los avances en materia de integración de los mercados cambiarios y de capitales internacionales. En 1995 los mercados cambiarios formal e informal se han visto prácticamente unificados. En efecto, el diferencial de precios durante el primer semestre de este año fue sólo 0,1%, situación que se compara favorablemente con el diferencial de 1,4% que existió durante los años 1990 y 1991. Por otra parte, el mercado bursátil chileno se ve crecientemente integrado a las principales bolsas del mundo, hecho que se refleja en la correlación del precio de las acciones en Chile y el exterior. Asimismo, los mercados de cambios también se han integrado, lo que se refleja en el impacto de los movimientos de las paridades externas en el mercado cambiario local. También como parte de este proceso de integración financiera internacional, se han diversificado progresivamente las fuentes de ingreso de los residentes, al incrementarse año tras año las inversiones directas y de cartera en el exterior.

El Banco Central tiene claros los beneficios de una mayor integración a los mercados de capitales internacionales. Estos están asociados a las posibilidades de distribuir mejor el consumo a través del tiempo, la disminución en los costos de fondos para las empresas nacionales, la mayor transferencia tecnológica producto de la inversión extranjera, y la moderación en las fluctuaciones del ingreso nacional a través de la diversificación internacional. No obstante, el Banco Central también está consciente de los riesgos asociados a una apertura financiera abrupta. La economía chilena consigue su equilibrio interno con tasas de interés más altas que las internacionales, lo que sería impracticable -o lo sería al costo de una gran volatilidad cambiaria- si los mercados de renta fija nacional e internacional estuvieran plenamente inte-

grados; en tal caso la tasa de interés resultante sería menor a la necesaria para mantener el control del gasto, poniendo así en riesgo los logros en materia de reducción de la inflación y el control del déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos.

Por otra parte, un proceso de integración más rápido conlleva el riesgo de que, en el corto plazo, se generen grandes influjos de capitales hacia el país sobre todo en términos relativos al tamaño de nuestro mercado de capitales. Para una economía del tamaño de la chilena, los ajustes en las carteras de activos de los inversionistas extranjeros pueden significar montos muy significativos de ingresos de capitales. En esas condiciones una rápida y completa integración implica el riesgo de fuertes aumentos en el precio de los activos domésticos, incluyendo acciones, propiedades, tierras y valores. Los mayores precios de activos generarían un aumento de la riqueza percibida, y por ende en el gasto interno, así como una elevación en el valor de las garantías bancarias, en el valor real del peso y en el endeudamiento externo neto del país. En la medida que el ajuste de las carteras de activos se complete, o ante cualquier evento exógeno desfavorable, los inversionistas extranjeros podrían detener o incluso revertir el flujo de capitales que ingresa al país. Esta situación puede forzar un ajuste recesivo, ampliando los ciclos expansivos y contractivos que sufre la economía, los que son altamente perjudiciales para su desarrollo. La inestabilidad del crecimiento reduce la inversión, obliga a incurrir en costos de reasignación de recursos y en costos sociales no reversibles, como son los atrasos en la reducción de la pobreza cuando por insuficiencia de recursos no se puede atender oportunamente a los grupos económicamente más débiles. Por último, la sola emergencia de un ciclo recesivo con estas características, unido a situaciones complejas para el sistema financiero doméstico, podría significar un importante retroceso en el propio proceso de integración financiera, por las implicancias económicas y políticas que generaría.

Para apoyar una estrategia macroeconómica de control de la expansión de gasto, que busca favorecer la generación del ahorro interno, y la estabilidad y el desarrollo sostenido tanto de la economía real como de la financiera, se ha privilegiado la apertura financiera gradual y selectiva. Esta permite limitar riesgos de grandes fluctuaciones en los precios de los activos domésticos, y le otorga un margen de acción adicional a la política monetaria en el control del gasto interno. Una prueba de los beneficios de la estrategia macroeconómica elegida es que, ante la turbulencia financiera que afectó a la región a principios de este año, y que obligó a muchos países a profundos procesos de ajuste, nuestro país, por el contrario, presenta una tasa de crecimiento elevada, una inflación decreciente, y sólidas cuentas externas. Ante esta situación, y dadas las perspectivas futuras, varias agencias internacionales han mejorado la clasificación de riesgo del país y de sus empresas.

II.3 Perspectivas y metas macroeconómicas para 1996.

En las condiciones de rápido crecimiento e inflación decreciente registradas en los últimos años, los objetivos macroeconómicos para 1996 consisten en continuar el avance por la misma senda. Se busca

mantener el ritmo de crecimiento sólido y sostenible en el mediano y largo plazo, y continuar avanzando hacia la estabilidad de precios mediante disminuciones graduales, pero sostenidas de la tasa de inflación. Para la consecución de estos objetivos el Instituto Emisor orientará sus políticas a la mantención de un nivel de gasto agregado que sea compatible con la capacidad productiva y una sólida posición de las cuentas externas. No obstante, tal como se ha reiterado, el proceso de estabilización de precios será más eficiente y menos costoso en la medida que concurran tanto el sector público como privado al logro de este objetivo. En efecto, el financiamiento sano del gasto público y la moderación de su incremento, así como la del gasto privado, son elementos necesarios y complementarios a la política monetaria en el logro de los objetivos macroeconómicos. En el mismo sentido, es necesario enfatizar la importancia que tiene para la reducción de la inflación el evitar la introducción de mecanismos de protección a la producción nacional - cuando no están fundados en una competencia externa desleal comprobada de acuerdo a procedimientos acordados en tratados internacionales- ya que reducen la competencia y generan presiones de costos, con los consiguientes efectos en materia inflacionaria. Por último, para favorecer una baja más rápida y eficiente de la inflación, es también importante que en los procesos de negociación de precios y salarios se considere la inflación proyectada decreciente, en lugar de la inflación pasada. En materia cambiaria, la política del Banco Central continuará promoviendo un tipo de cambio real coherente con el equilibrio externo de la economía en el mediano y largo plazo, generando de este modo condiciones estables para la asignación de recursos, los pagos externos y los precios domésticos en el horizonte más largo.

La oportuna aplicación de estas políticas permitirá que la reducción sistemática en el ritmo de crecimiento de los precios, que se ha observado en los últimos cuatro años, continúe durante 1996. Así, se buscará la convergencia del gasto agregado al potencial de crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo, de forma de permitir que durante 1996 se siga avanzando en materia inflacionaria. A la consecución de dicho objetivo debería contribuir también la credibilidad lograda por la autoridad monetaria, la que ha ido lentamente creando las bases para que las presiones salariales y de márgenes de utilidad digan relación con las ganancias de eficiencia y no reflejen meras presiones inflacionarias. Así, el Banco Central se ha planteado como meta de inflación para 1996 un alza de precios al consumidor en torno a 6,5% anual.

Para 1996 se estima que el crecimiento económico alcanzará un ritmo algo inferior al proyectado para 1995, con una tasa en torno a 6%, considerada compatible con la capacidad productiva potencial de la economía chilena en las actuales condiciones. Asimismo, como se comentó, se proyecta que el crecimiento del gasto interno se alineará con el crecimiento real del PIB, lo que implica que las importaciones de bienes y servicios aumentarían a un ritmo similar al de las exportaciones. Durante 1996, el crecimiento continuará siendo liderado por las exportaciones de bienes y servicios y por la formación de capital fijo. Se estima que el crecimiento del consumo será algo inferior al del producto y gasto.

La formación bruta de capital fijo está proyectada para crecer a un ritmo algo superior al del PIB,

con lo que el coeficiente de formación de capital a producto aumentaría por sobre 26,5%. La formación bruta de capital fijo se proyecta que crezca a un ritmo superior al alcanzado en 1995, conforme se espera que la inversión privada, particularmente la relacionada a la construcción, acelere su ritmo de crecimiento y la inversión pública continúe con la dinámica observada en los últimos años. De hecho, se proyecta que la percepción de estabilidad política y económica -la que se ha reflejado en una mejor clasificación de riesgo para Chile-, permita mantener el elevado nivel de inversión extranjera registrado en los últimos años.

Las exportaciones totales de bienes y servicios se prevé que crecerán en torno a 10% real, estimándose que el aumento del volumen de las exportaciones de cobre se ubique en alrededor de 12%, mientras que las exportaciones no tradicionales aumentarían en volumen en torno a 10%. Las exportaciones principales distintas de cobre presentarían una tasa de incremento algo menor, estimada en 5,5%.

El superávit comercial de US$ 900 millones proyectado para 1996, es menor al estimado para 1995 debido al deterioro anticipado en los términos de intercambio. En particular, el valor de las exportaciones de cobre tendrá una leve disminución durante 1996, pues el incremento estimado en los volúmenes exportados no alcanzará a compensar las disminuciones en el precio del metal. Para los productos distintos del cobre se espera incrementos en los volúmenes exportados tanto para las exportaciones principales como para las no tradicionales, los que se verían reflejados en aumentos iguales en el valor de estas exportaciones, puesto que no se proyectan mayores cambios en sus precios. Con todo, se estima que las exportaciones totales experimentarán un incremento en volumen del orden de 10%, el que correspondería a incrementos de valor en torno a 4%, pues como consecuencia de los menores precios del cobre, se espera disminuciones de precios para el conjunto de las exportaciones. De hecho, las proyecciones del precio del cobre para 1996 sitúan esta variable en 115 centavos de dólar la libra, valor que si bien es elevado en términos históricos, es significativamente inferior al verificado en 1995.

Las importaciones, por su parte, también crecerían en torno a 9% en términos de volumen y 12% en términos de valor. Este crecimiento se vería reflejado en todas las categorías de bienes importados, destacándose el crecimiento proyectado para las importaciones de bienes de capital e intermedios, el que se explicaría tanto por la mantención del dinamismo de la actividad como por una cierta aceleración de la inversión proyectada para 1996.

El superávit de balanza comercial antes mencionado será más que compensado por el déficit de las cuentas de servicios y transferencias, generándose un déficit en cuenta corriente en torno a US$ 1.500 millones, lo que representaría algo más de 2% del PIB. El déficit en cuenta corriente aumentaría en relación al observado en 1995 en casi US$ 2.000 millones, lo que se explica por un menor superávit comercial de US$ 1.100 millones y por mayores pagos de servicios, particularmente financieros, por US$ 900 millones. El aumento de los pagos de servicios financieros tendría su origen, en gran parte, en el aumento de las

remesas de utilidades de la inversión extranjera, producto tanto de los significativos volúmenes ingresados por este concepto en los últimos años, que ha aumentado el stock de inversiones y las utilidades devengadas, como por la derogación de los plazos que limitaban la repatriación de utilidades de inversiones ingresadas al amparo del Capítulo XIX del Compendio de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile (C.N.C.I.).

Durante 1996 la balanza de pagos registraría un superávit en torno a US$ 2.500 millones, donde el superávit en la cuenta de capitales, ascendente a una cifra que bordea los US$ 4.000 millones, superaría a las necesidades de financiamiento definidas por el déficit en cuenta corriente. El superávit en la cuenta de capitales, por su parte, continuará exhibiendo durante 1996 la misma tendencia registrada en los últimos años, hacia un creciente aumento en la participación de los flujos externos de mediano y largo plazo - dentro de los cuales destacan tanto la inversión extranjera directa como la de cartera- en las fuentes de financiamiento externo del país. Así, para 1996 se proyecta un influjo neto de más de US$ 3.300 millones en los capitales de mediano y largo plazo, correspondiendo cerca de la mitad a inversión extranjera neta. El resto del financiamiento de mediano y largo plazo provendría de líneas de crédito, previéndose desembolsos por unos US$ 3.200 millones y amortizaciones por alrededor de US$ 1.800 millones. Entre dichos desembolsos destacan los asociados al DL 600, los que se estima llegarían a una cifra del orden de US$ 1.400 millones. Por último, la entrada neta de capitales de corto plazo se estima en torno a los US$ 650 millones.

Para 1996 se proyecta un total de US$ 1.800 millones de amortizaciones de deuda externa, cifra que no considera eventuales prepagos, y que es similar a la de 1995 si se hacen los ajustes correspondientes a las amortizaciones anticipadas del año en curso y a los pagos por créditos nuevos que comenzarían en el transcurso del próximo año.

En resumen, para 1996 se proyecta continuar con la reducción gradual de la inflación, acompañada de un crecimiento económico sólido y sostenido, aunque algo inferior al de 1995. Se espera asimismo, que el crecimiento de la demanda interna se mántenga en línea respecto del potencial productivo de la economía nacional, evitando con ello posibles rebrotes inflacionarios o generación de desequilibrios en las cuentas externas. En este sentido, la mantención de una política fiscal austera constituye un elemento fundamental para que el ritmo de crecimiento del gasto se alinee con el del producto, permitiendo con ello el descenso en el ritmo de crecimiento de los precios esperado para 1996. Se proyecta un déficit en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos en línea con el equilibrio de mediano y largo plazo. Esto último, junto con la estabilidad política y económica del país, reconocida por la mejor clasificación de riesgo obtenida por Chile recientemente, deberían llevar a aumentar el crecimiento de la inversión, tanto doméstica como externa, así como permitir la consolidación de un crecimiento sostenido en todos los sectores de la economía.

III. EL PATRIMONIO DEL BANCO CENTRAL Y LA POLÍTICA MONETARIA

III.1 Los objetivos del Banco Central y su patrimonio.

De acuerdo con su ley orgánica constitucional, el Banco Central debe velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. El logro de estos objetivos se sustenta en las facultades operacionales y normativas que la ley le otorga y en los recursos financieros y la capacidad de endeudamiento que le provee su patrimonio. Este último es afectado por las políticas económicas en vigencia, por los aportes de capital realizados por el resto de las entidades del Estado y por el gradual ajuste de partidas cuyo valor económico difería de la valoración contable. Si bien las políticas económicas aplicadas por el Banco afectan su patrimonio, la eficiencia de su gestión se mide por el logro de sus objetivos en materia de control de la inflación y de la normalidad financiera y cambiaria. Muchas veces, el cabal cumplimiento de estos objetivos tiene efectos negativos sobre el excedente del instituto emisor.

El logro del principal objetivo del Banco Central, la reducción de la inflación, implica una disminución de su más expedita fuente de ingreso en el corto plazo. Del mismo modo, la acumulación de reservas internacionales, necesaria para llevar a cabo un creciente proceso de integración comercial y financiera a la economía internacional y para disponer de recursos líquidos que permitan hacer frente a contingencias transitorias del sector externo, también conlleva costos, debido a que la rentabilidad de los activos externos es menor que la rentabilidad alternativa de invertir esos recursos en la economía nacional. Asimismo, afluencias no perdurables de capitales externos, que deben ser neutralizadas a fin de impedir una apreciación excesiva de la moneda doméstica y una aceleración importante en el ritmo de crecimiento del gasto, que genere presiones sobre la inflación y aumente el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, y en consecuencia para preservar la estabilidad de largo plazo de los pagos al exterior, requieren de intervenciones en el mercado cambiario. Dichas intervenciones, al ser esterilizado su impacto monetario mediante la colocación de deuda interna, también afectan negativamente los resultados. El velar y garantizar la normalidad de los pagos internos también compromete potencialmente el excedente del instituto emisor. En caso de problemas de alguna institución financiera y como forma de evitar la corrida de los depósitos a la vista, el Banco Central los garantiza absorbiendo las eventuales pérdidas que pudieran producirse si la institución en problemas cae en insolvencia. De hecho, como resultado del apoyo a la banca durante la crisis financiera de los ochenta, el Banco Central debió enfrentar importantes pérdidas patrimoniales que requirieron de recapitalizaciones por parte del Fisco.

El hecho de que la gestión del Banco Central no pueda medirse en función de su excedente, no justifica desconocer los efectos negativos de sus pérdidas. Precisamente, por el hecho de tener que hacer uso de sus reservas patrimoniales para enfrentar situaciones difíciles, el Banco debe evitar incurrir en pérdidas innecesarias, a fin de mantener una solvencia que haga posible la eficiente operación de sus políticas. Un patrimonio deteriorado puede debilitar su imagen y la credibilidad del público en las políticas

cambiaria, monetaria y de deuda interna. Por el contrario, un Banco Central bien capitalizado y con utilidades puede realizar más autónomamente sus políticas y transferir con toda propiedad dividendos al Fisco, lo que alivia otras cargas fiscales y facilita el financiamiento de programas públicos prioritarios.

Por otra parte, las pérdidas operacionales del Banco Central incrementan la capacidad de gasto del resto de la economía. Representan, por lo mismo, presiones de demanda similares a las que genera una expansión del gasto público y deben ser compensadas fiscalmente para evitar efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica. De hecho, el Banco no tiene casi espacios para generar mayores ingresos propios o menores gastos. El gobierno sí los tiene a través de su política impositiva y de gasto. Así, las pérdidas operacionales del Banco Central requieren de un superávit fiscal para compensar sus efectos sobre el gasto agregado.

Una gestión realmente eficiente por parte de la autoridad monetaria, orientada al logro de metas perdurables, es rentable en el largo plazo. Una inflación controlada es condición necesaria para un aumento sostenido de la producción y un crecimiento saludable del sistema financiero. Por otra parte, un manejo responsable de la política cambiaria favorece el desarrollo de mecanismos de mercado para afrontar las contingencias del sector externo, atenuando la necesidad de invertir en activos de bajo retorno. Bajo tales condiciones, el Banco Central recurre en menor medida a sus reservas patrimoniales para cumplir sus funciones y, por el contrario, está en condiciones de capitalizarse en forma sostenida, o bien, de repartir excedentes. Por todo ello, se hace necesario no desaprovechar las experiencias recogidas en las últimas décadas y aplicar las políticas que, aunque impliquen incurrir en pérdidas patrimoniales que pudieran requerir del soporte directo o indirecto por parte del fisco, garanticen a un plazo mayor un crecimiento y desarrollo que beneficie a todo el país, incluido el Banco Central.

III.2 Políticas, principales activos y resultados patrimoniales.

Las pérdidas del Banco Central han sido objeto de atención pública durante 1995, tanto por la discusión del proyecto de ley que rige la obligación subordinada como por la publicación del balance del año 1994 del instituto emisor, que registra importantes pérdidas contables. Cabe puntualizar, sin embargo, que el problema de las pérdidas del Banco Central no es un asunto nuevo ni una materia que se esté agravando. Las pérdidas se arrastran desde la crisis financiera de comienzos de los años ochenta, y en los años noventa éstas son claramente inferiores a las de la década pasada.

Los resultados del Banco Central deben analizarse tanto en términos contables como de caja. El enfoque contable sirve para analizar los factores que inciden en la evolución del patrimonio, y en consecuencia, en eventuales repartos de excedentes o requerimientos de nuevos aportes de capital. El estudio de los resultados de caja permite identificar y evaluar las pérdidas y ganancias que tienen efectos directos sobre el gasto y los equilibrios macroeconómicos.

Los resultados contables representan, principalmente, la diferencia entre los intereses y reajustes reales de los activos y pasivos del instituto emisor y, en la práctica, su medición se ve afectada por convenciones, regulaciones y carencias de información, que impiden reconocer en forma oportuna todos los cambios de valor de los activos y pasivos. Por ello, la interpretación de las cifras contables no es clara desde el punto de vista económico. El resultado contable de un año en particular puede registrar pérdidas o ganancias de capital en forma extemporánea, así como también resultados por intereses que no se han hecho efectivos y que posiblemente nunca se harán. Sin embargo, la sistemática evaluación contable de activos y pasivos, y el reconocimiento oportuno o tardío de sus verdaderos valores, le confieren, a la larga, relevancia a las cifras contables.

El déficit de caja, en cambio, excluye las pérdidas o ganancias de capital que subyacen en los reajustes reales así como los intereses cuyo devengo real es discutible. Se incluyen entonces los flujos de intereses efectivamente pagados y recibidos, o bien aquellos que se han capitalizado voluntariamente bajo condiciones de mercado normales, excluyendo por tanto los intereses capitalizados bajo condiciones especiales. Puesto de otro modo, el déficit de caja del Banco Central, también conocido como déficit cuasi fiscal, es una primera aproximación al efecto que tienen las operaciones del instituto emisor sobre la capacidad de gasto del resto de los agentes económicos y es especialmente apropiado para el análisis económico coyuntural.

Las pérdidas de caja

El Banco Central ha enfrentado pérdidas de caja desde la crisis financiera de los años ochenta. Entre 1985 y 1989 éstas fueron muy significativas, estimándose que llegaron a representar 6% del PIB en promedio anual.

En los últimos cinco años, las pérdidas de caja han promediado sobre US$ 500 millones anuales, estabilizándose en torno a 1% del PIB (Cuadro 5.1). La mayor parte de ellas se origina en la primera mitad de los años ochenta y se relacionan directamente con los programas de rescate de bancos y deudores de la banca, que enfrentaron serios problemas de solvencia y de pagos, respectivamente, en ese entonces. A estas operaciones se deben no sólo las pérdidas de los años ochenta, sino que también parte de las de los años noventa, porque la actual estructura del balance es, en buena medida, una herencia de la década anterior. (Cuadro 5.0)

La deuda subordinada, uno de los mecanismos de asistencia financiera otorgada a los bancos afectados por la crisis, ha tenido un rendimiento de caja claramente insuficiente para cubrir el costo de su financiamiento (Cuadro 5.2). La normativa existente limitaba los retornos efectivos de este activo a porcentajes de los excedentes de cada banco comercial con este tipo de obligación, los que resultaron insuficientes para cubrir el costo de fondos del Banco Central.

Los pagarés fiscales, que fueron otorgados al Banco Central para compensar las pérdidas incurridas con los programas de asistencia a bancos y deudores, también originan pérdidas de caja. El pago anual mínimo de intereses alcanza sólo a 2% del saldo, y las amortizaciones recién comienzan este año. Este pago de intereses es también insuficiente para cubrir el correspondiente costo de fondos. (Cuadro 5.2)

También son fuente de pérdidas de caja los activos externos netos que -muestran un crecimiento apreciable en los últimos años (Cuadro 5.0)- y que el Banco Central ha adquirido con el fin de limitar la apreciación real del peso y evitar una aceleración desmedida en el crecimiento del gasto interno. El rendimiento de estos activos se relaciona con las tasas de interés internacionales, las cuales, en general, son inferiores a las tasas de interés domésticas y al costo de fondos del Banco Central (Cuadros 5.2 y 5.3). Cabe señalar que el manejo de las tasas de interés internas, en forma independiente a las externas, es necesario para frenar posibles rebrotes inflacionarios sin recurrir a una apreciación del peso, sólo puede realizarse al costo de generar este tipo de pérdidas al Banco Central. El encaje al endeudamiento externo es el complemento inevitable que evita un crecimiento descontrolado de las mismas.

Es importante reconocer que las pérdidas de caja podrían, potencialmente, comprometer la estabilidad macroeconómica. Si las pérdidas de caja del Banco Central crecieran exageradamente, el instituto emisor se vería obligado a incrementar su deuda en forma creciente, obligando a pagar tasas de interés cada vez mayores por ella, aumentando así las pérdidas, lo que a su vez demandaría endeudamiento adicional. Este espiral de mayores intereses y mayor deuda se aceleraría conforme el nivel de deuda aumenta y podría conducir, en el extremo, al financiamiento monetario de las pérdidas, con el consiguiente descontrol sobre el proceso inflacionario.

Con el déficit de caja del Banco Central en torno al 1% del PIB y en las condiciones económicas de los últimos años, el riesgo de acercarse a una situación como la descrita es muy bajo. El nivel de la deuda interna se encuentra estabilizado en torno a 30% del PIB y su costo tiende a disminuir gradualmente, según lo muestran indicadores como la tasa de interés de los PRBC a 90 días, de los PRC a 10 años y también del costo ponderado de la deuda interna (Cuadro 5.3). Mientras la deuda interna se expanda a una tasa menor que la del producto potencial y la economía continúe creciendo en forma estable y sostenida, el manejo de la deuda no ocasionará problemas macroeconómicos.

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

miento es erróneo. En términos macroeconómicos deben consolidarse los resultados del gobierno y del Banco Central para apreciar adecuadamente la situación: es decir, las pérdidas del Banco Central no generan problemas macroeconómicos sólo si van acompañadas de un superávit fiscal equivalente. En segundo lugar, una perspectiva de mediano plazo haría aconsejable reflexionar sobre la conveniencia de un traspaso de recursos fiscales al Banco Central o de una readecuación del balance de este último. Desde un punto de vista macroeconómico, un traspaso de fondos al Banco Central es un movimiento meramente contable, que no significa nuevo gasto público; mientras que desde un punto de vista institucional, fortalecería la política monetaria y cambiaria, al otorgarle mayor independencia a la política monetaria del Banco Central respecto de los resultados fiscales coyunturales.

Las pérdidas contables

Las pérdidas contables se obtienen de los intereses devengados y de los reajustes reales netos que se reconocen para los activos y pasivos del Banco. Los reajustes reales representan el cambio del valor real del activo o pasivo, el que depende de los cambios de valor de su moneda de denominación respecto del valor de la UF y de otros cambios de valor (castigos, ajustes de valor por cambios en las tasas de interés de mercado entre otros). En términos acumulados, durante los años noventa se han registrado significativas pérdidas contables, si bien de magnitudes muy inferiores a las de los años ochenta. Cabe destacar que los resultados contables de la década de los ochenta no reflejan adecuadamente las pérdidas del período, al contabilizarse como parte del ingreso -y por lo tanto impactando directamente al resultado- los aportes de capital realizados por el Fisco.

Las pérdidas de los últimos años, se concentran en 1994, cuando los activos generaron retornos totales negativos por US$ 988 millones y los pasivos significaron un costo de US$ 463 millones (Cuadro 5.4). La contribución a las ganancias de los activos denominados en moneda extranjera -los activos externos netos y el crédito al sector público- fue negativa, debido a la disminución del valor real del dólar acuerdo de noviembre pasado. Dado que una parte sustancial de los pasivos, los pagarés, están denominados en UF, el costo de éstos no se vio favorecido por la revaluación. De esta manera, la pérdida por reajustes reales alcanzó a US$ 1.256 millones (Cuadro 5.6), mientras que el resultado neto de intereses significó una pérdida de US$ 196 millones. (Cuadro 5.5)

Cabe hacer notar que una parte de las pérdidas contables por reajuste real tienen como contraparte una ganancia, igualmente contable, para el Fisco, que ve disminuir el valor real de su deuda en dólares con el Banco Central. En comparación con la década pasada, en que las pérdidas contables fueron mucho más significativas y no se compensaron con ganancias fiscales, el impacto económico de los actuales resultados del Banco es bastante más limitado.

La concentración de pérdidas contables en 1994 que resulta del ajuste del tipo de cambio acuerdo de

noviembre pasado, significó reconocer contablemente, y de una sola vez, el impacto que sobre el patrimonio del Banco Central había venido ejerciendo la revaluación del peso de los últimos cuatro años.

La decisión de validar a través del cambio en el valor del dólar acuerdo la apreciación gradual del peso de los últimos años se sustentó en la mejora estructural que evidenciaron las cuentas externas de Chile. Cabe destacar que el mayor nivel relativo de las tasas de interés domésticas respecto de las de los países industriales no ha sido la causa principal de la apreciación de nuestra moneda. Ella refleja un proceso equilibrador, en el sentido, como lo prueban los resultados, de ser en primer lugar, consecuencia del éxito exportador y de la creciente confianza de los inversionistas extranjeros de mediano y largo plazo en Chile, y, en segundo lugar, compatible con un déficit moderado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Aunque las pérdidas contables no reflejan fielmente lo ocurrido en cada período, son indicativas y explicativas de elementos que, eventualmente, podrían restar solvencia al Banco Central y que, en consecuencia, afectarían su capacidad para administrar su deuda y ejecutar su política monetaria y cambiaria. Es necesario señalar, sin embargo, que la percepción que el mercado tiene sobre la solvencia del Banco Central no se basa solamente en la información que proporciona el balance contable. Consideraciones relacionadas con la estabilidad del sistema financiero, el balance fiscal y las perspectivas de crecimiento de la economía, suelen jugar un rol tanto o más importante que las cifras contables. Esto explica, por ejemplo, por qué en la actualidad, con un patrimonio contable muy disminuido, el Banco Central puede administrar su deuda con mayor facilidad que en 1983. Con todo, debe señalarse que un mayor respaldo de capital contable sería una señal positiva para el mercado y permitiría al Banco Central afrontar eventuales situaciones difíciles con mayor eficacia.

III.3 El programa monetario y el balance del Banco Central.

El programa monetario consigna los flujos de fondos asociados a las diferentes operaciones del Banco Central. Así, el rescate o servicio de pasivos, el otorgamiento de créditos y la adquisición de activos se registran como flujos expansivos. Análogamente, la emisión de títulos de deuda, la recuperación de créditos y la venta de activos se anotan como flujos contractivos. La suma total de las operaciones así evaluadas, se refleja en las variaciones de la emisión.

La elaboración del programa monetario considera las proyecciones macroeconómicas y de balanza de pagos, la estimación de la demanda de agregados monetarios vinculados a la emisión y también el conjunto de compromisos financieros y de recuperaciones de créditos del Banco Central susceptibles de conocerse en forma anticipada. El modo en que se ha venido ejecutando la política monetaria en los últimos años requiere determinar por residuo la expansión o contracción programada neta vía endeudamiento interno, rubro que incluye las operaciones a través de las cuales el Banco Central aplica su política

monetaria (pagarés, repos y cuenta de depósito de liquidez).

La ausencia de metas monetarias cuantitativas hace del programa monetario y su seguimiento un instrumento que se usa más bien para evaluar tendencias y apoyar el diseño de políticas, que para controlar el cumplimiento de metas y definir acciones específicas. En ese contexto, se usa para elaborar proyecciones del balance y de los resultados contables. Para ello es necesario agrupar las operaciones de flujos de fondos del programa monetario en las mismas categorías en que se desee proyectar y analizar el balance. (Cuadro 5.7)

Además de los flujos de fondos, debe estimarse el devengo de intereses y reajustes reales (Cuadros 5.4, 5.5 y 5.6), para lo cual se consideran supuestos de tasas de interés internas y externas y la meta de inflación fijada para el año. Cada categoría del balance se proyecta sumando al saldo inicial los flujos de fondos y los intereses y reajustes reales correspondientes. Todas las cantidades se expresan en moneda de igual valor. (Cuadro 5.0)

A pesar de su relevancia en la determinación del resultado contable proyectado, el tipo de cambio y las tasas de interés domésticas utilizadas en la proyección del balance constituyen sólo valores referenciales y no implican metas de la programación monetaria. El supuesto de inflación, en cambio, es indicativo de los objetivos perseguidos al respecto, y se ha programado en torno a 6,5%.

Las operaciones proyectadas y programadas para 1996 con los distintos activos son expansivas por un total equivalente a US$ 1.198 millones en moneda de diciembre de 1994 (Cuadro 5.7). Por otra parte, y de acuerdo con la proyección de demanda de agregados monetarios, se estima un requerimiento de expansión monetaria por el equivalente a US$ 305 millones (Cuadro 5.7, línea de emisión). De ello se infiere que el Banco Central deberá contraer el equivalente a US$ 894 millones mediante operaciones con pagarés durante el próximo año (Cuadro 5.7, línea de pagarés), cifra que superaría en algo más de US$ 1.000 millones lo programado para 1995. En este resultado influye la menor acumulación relativa de activos externos, lo cual no logra ser compensado con la absorción de fondos más moderada que se contempla en las operaciones con el sector público.

El balance para 1996, proyectado en base a los flujos de fondos más los intereses y reajustes reales, muestra una declinación del patrimonio contable. Hacia fines del próximo año, en moneda de diciembre de 1994, el saldo de capital y reservas alcanzaría a US$ 133 millones (Cuadro 5.0). Este saldo resulta del estimado para fines de este año, ascendente a US$ 366 millones, menos las pérdidas por US$ 135 millones y US$ 97 millones correspondientes a intereses y reajustes reales, respectivamente, proyectados para 1996 (Cuadros 5.5 y 5.6). Por otro lado, la colocación de pagarés, estimada en US$ 894 millones, se traduciría en un crecimiento de 11,5% de su saldo real, superior al crecimiento del PIB que se estima para 1995. Considerando el crecimiento proyectado de la economía, la relación de pagarés del Banco Central sobre el PIB

subiría a 32%. Estos resultados están fuertemente condicionados por el volumen de fondos que la Tesorería deposita en el Banco Central. Para efectos de la proyección de 1996, no se contemplan flujos extraordinarios por este concepto como los observados en 1995.

Aunque la negativa evolución patrimonial no aparece en la actualidad como un impedimento para que el Banco Central desarrolle sus políticas de reducción de la inflación, se vislumbra la conveniencia de un cambio que mejore esta situación, en especial, si se tienen en cuenta los eventuales efectos negativos que pudiesen tener sobre el patrimonio contable las nuevas disposiciones legales relacionadas con la deuda subordinada. Esta mejora podría obtenerse, aunque sólo parcialmente, con una redefinición de las condiciones a que están afectos los activos y pasivos que el Banco Central mantiene con el Fisco. Dado el flujo de recursos financieros que el Fisco ha venido canalizando al Banco Central, los cuales han sido importantes y han ayudado eficazmente al logro de los objetivos de estabilización, este arreglo debería propender, más que a incrementar estos flujos, a dar una mayor garantía de que este comportamiento persistirá en el tiempo.

SEGUNDA PARTE

La Economía Chilena y las Políticas Macroeconómicas Vigentes

SEGUNDA PARTE

LA ECONOMÍA CHILENA Y LAS POLÍTICAS MACROECONÓMICAS VIGENTES

I. POLÍTICA MONETARIA

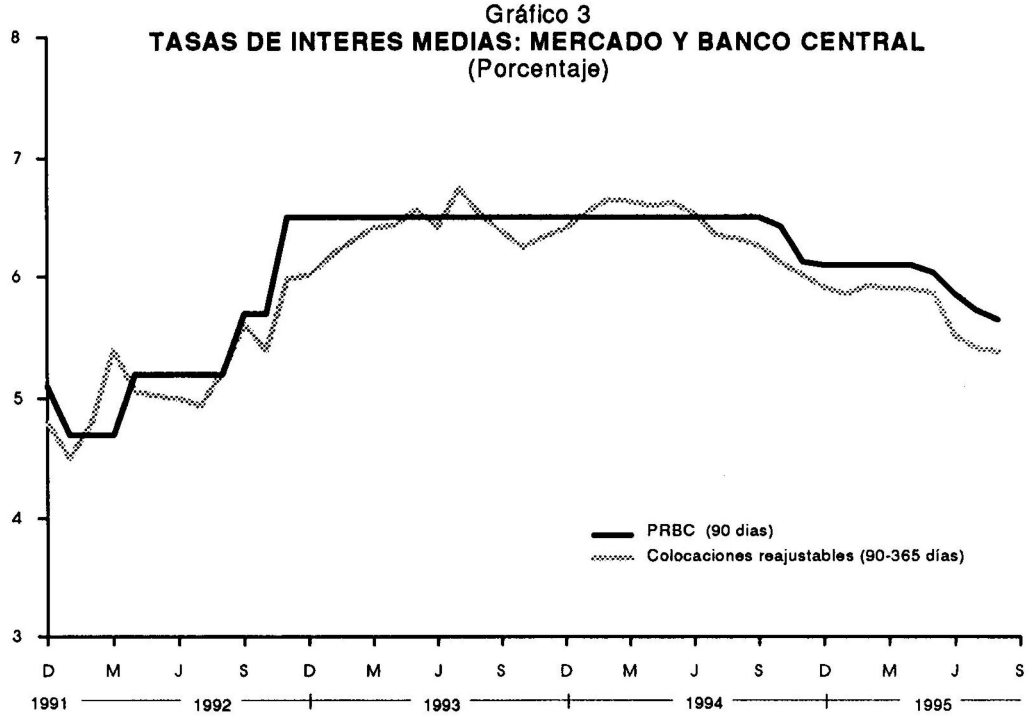
I.1 La política monetaria y la evolución de las tasas de interés.

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

Las recientes medidas adoptadas por el Banco Central representan un paso adicional en el proceso de entregar un rol más importante al mercado en la determinación de un precio macroeconómico tan fundamental como lo es la tasa de interés. Este proceso se ha visto reflejado en la mayor determinación por parte del mercado de las tasas de mediano y largo plazo para los instrumentos del Banco Central, fijando este último en la actualidad solamente las tasas de interés para operaciones a un día. De esta manera, como una forma de operar con instrumentos más flexibles y eficientes en el control de la liquidez, bajo la nueva modalidad de política monetaria el Banco Central deja de ofrecer montos ilimitados de PRBC a 90 días a una tasa fija, concentrando el peso de su acción en el uso de las tasas de interés de un día.

En este nuevo esquema el Banco Central seguirá velando por la mantención de las tasas de interés dentro de un rango de equilibrio, a través de elementos explícitos que guían las expectativas del mercado respecto a las tasas de interés cortas. Para ello se estableció una cuenta de depósito de liquidez donde se realizan operaciones a un día a una tasa prefijada, estableciendo con ello una cota mínima efectiva para las tasas de interés de corto plazo. Por otra parte, el instituto emisor puede entregar liquidez al mercado para

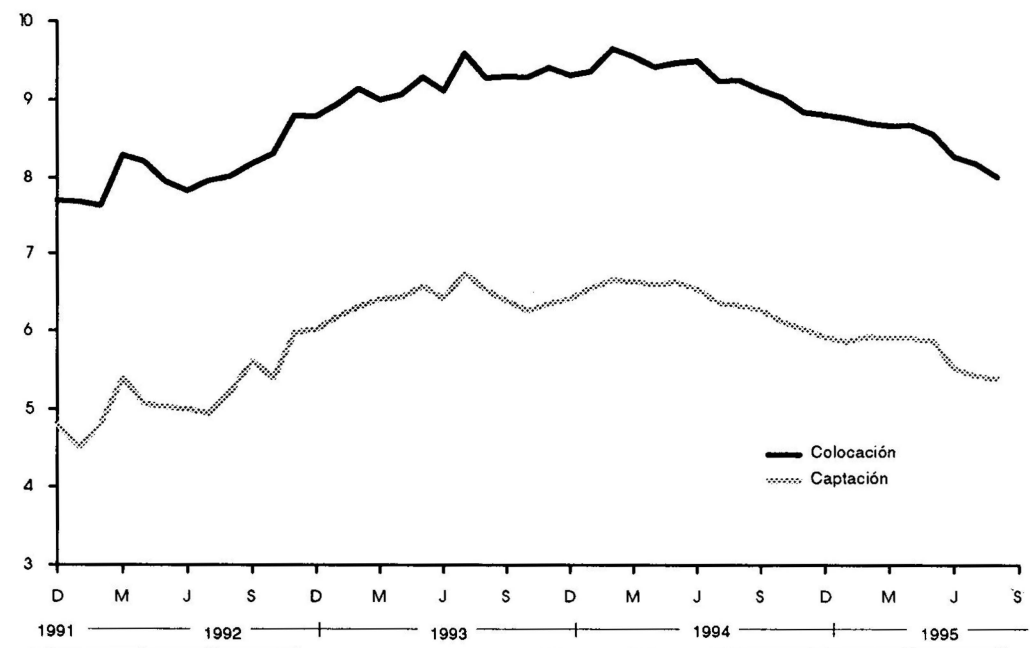
Gráfico 3
TASAS DE INTERES MEDIAS: MERCADO Y BANCO CENTRAL
(Porcentaje)



prevenir movimientos bruscos de las tasas de interés a través de líneas de crédito de liquidez y de la compra de títulos con pacto de retroventa. En relación a los cupos de licitación, existe además un elemento discrecional, por parte del Banco Central, que permite entregar señales sobre la tasa de interés considerada como de equilibrio. Este manejo de la política monetaria enfocado hacia los mercados de corto plazo evita una serie de inconvenientes que presentaba el operar con tasas de interés de instrumentos a tres meses plazo, específicamente las posibles ganancias de capital para el sector privado y estrechez de liquidez que generaban las expectativas de eventuales movimientos de las tasas de interés por parte del Banco Central.

Respecto a la evolución de la política monetaria propiamente tal, en octubre de 1994 el Banco Central decidió rebajar la tasa en UF pagada por los Pagarés Reajustables del Banco Central (PRBC) a 90 días desde 6,50% a 6,25%, para luego volver a bajarla a 6,10% en noviembre. Con esto se fue flexibilizando gradualmente el ajuste que llevaba casi dos años, orientado a reducir la tasa de crecimiento del gasto privado. Hasta fines de mayo de 1995, fecha en que pasó a ser determinada por el mercado, esta tasa se mantuvo inalterada en 6,1%. Para los meses siguientes esta tasa ha descendido sistemáticamente, alcanzando un promedio para el mes de agosto de 5,7%. Estas últimas caídas fueron influidas por las señales de mayor disponibilidad de liquidez emitidas al bajar la tasa de interés para los depósitos de liquidez y anunciar la realización de operaciones repos.

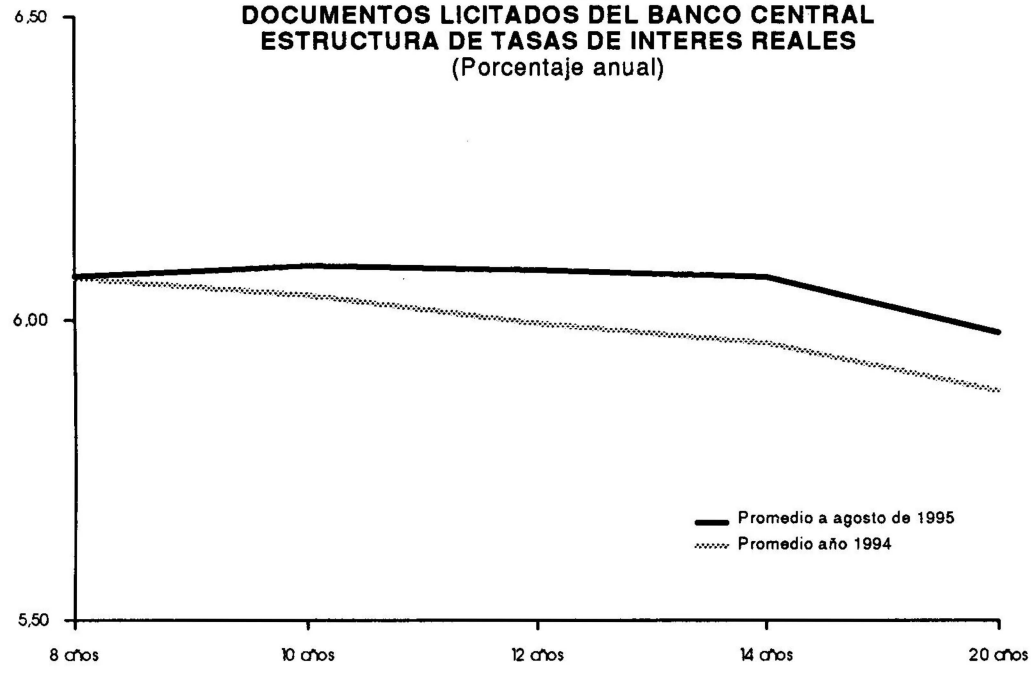
Gráfico 4
TASAS DE INTERES DE 90 A 365 DIAS EN OPERACIONES REAJUSTABLES
(Promedios mensuales)



Las tasas de interés para captaciones reajustables según la variación de la UF de 90 a 365 días, en tanto, se han mantenido en torno a 20 puntos base por debajo de la tasa de los PRBC durante los meses corridos de 1995 (Gráfico 3). Así, estas tasas han descendido desde 5,9% en enero a 5,4% en agosto, respondiendo a las medidas de política adoptadas por el Banco Central. El promedio para los primeros ocho meses del año para estas tasas fue de 5,7%, valor que es inferior al promedio anual registrado en 1990, 1993 y 1994, pero superior al de 1991 y 1992. Las tasas de interés para colocaciones, por su parte, registraron un comportamiento similar al de las captaciones, cayendo desde un nivel promedio de 8,8% en enero hasta 8,0% en agosto y, promediando 8,5% en lo que va de 1995. También el valor medio de tasas de colocación para lo que va corrido de 1995 es inferior al de 1990 y los dos últimos años, pero equivalente al promedio de 1991 y superior a lo registrado en 1991 y 1992.

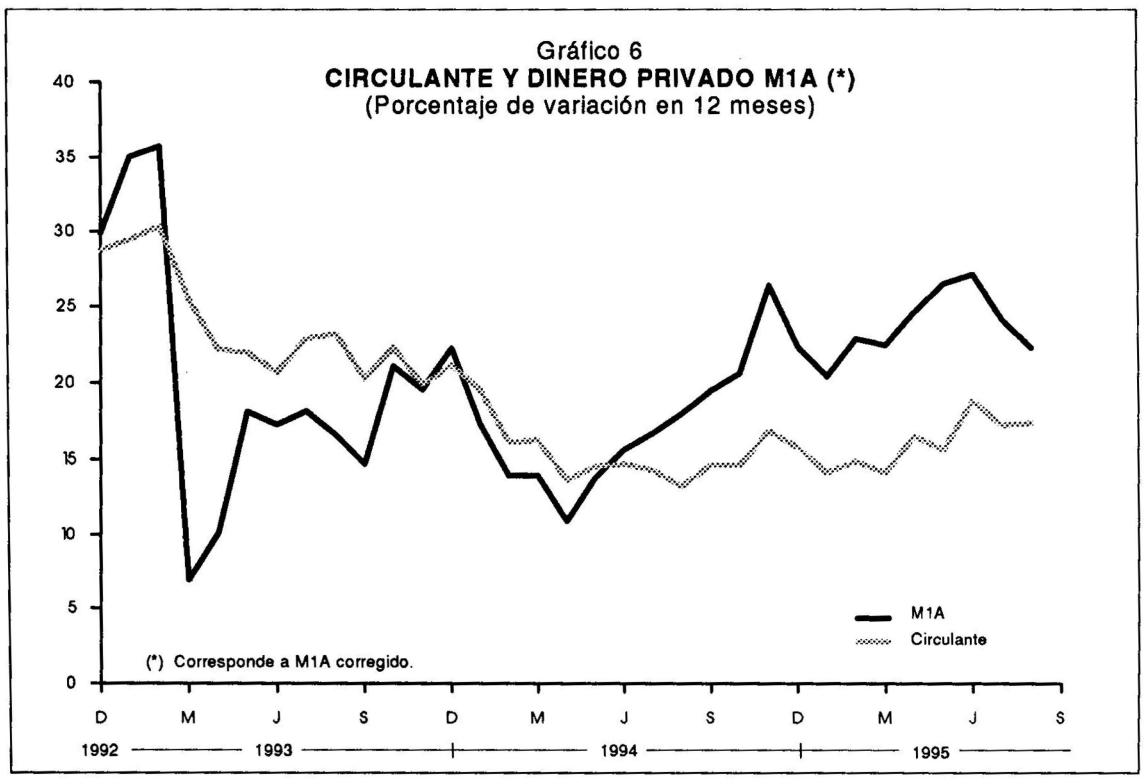
El diferencial entre las tasas de interés para captaciones y colocaciones del sistema financiero durante los primeros ocho meses de 1995 fue en promedio de 2,8 puntos porcentuales, el menor desde 1990. Un factor que posiblemente ha influido en la disminución del spread de tasas ha sido el hecho de que al reducirse el diferencial de tasas de interés entre nuestro país y el extranjero, las principales empresas del sector privado no financiero estarían volviendo a recurrir con mayor intensidad al financiamiento interno, disminuyendo el peso relativo de clientes más riesgosos y, por lo tanto, reduciendo la compensación que se

Gráfico 5
DOCUMENTOS LICITADOS DEL BANCO CENTRAL
ESTRUCTURA DE TASAS DE INTERES REALES
(Porcentaje anual)



requería a través del diferencial entre la tasa de captación y de colocación. Por otro lado, una mayor eficiencia del sistema financiero lleva a la posibilidad de operar con diferenciales de tasas menores. (Cuadro 8 y Gráfico 4)

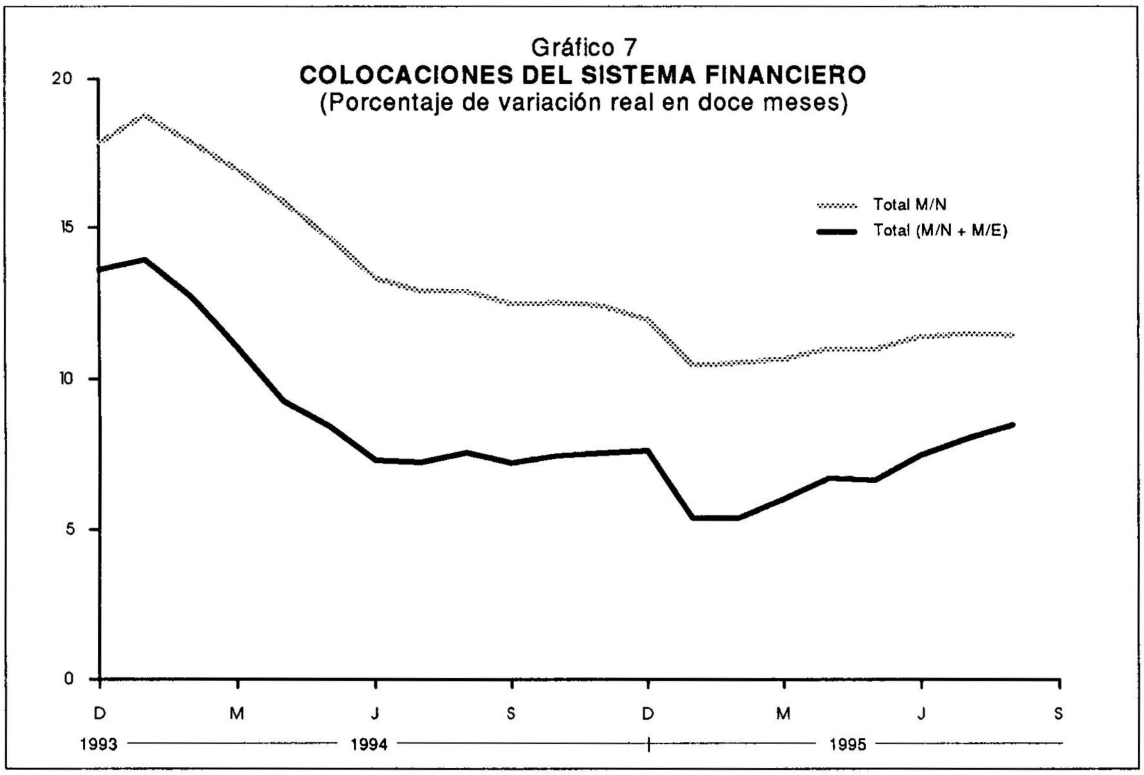
Respecto al mecanismo de licitación de los Pagarés Reajustables con Cupones (PRC) de largo plazo, durante 1995 se han mantenido los cupos fijados de 300.000 UF por licitación para los pagarés a ocho y diez años y 200.000 UF por licitación para los restantes, las que se efectúan los martes y jueves, con excepción del primero y último jueves de cada mes. A estas licitaciones se han sumado, a partir de junio del presente año, las licitaciones de PRBC a 90 días, los cuales anteriormente se vendían a diario por ventanilla abierta. Los cupos para las licitaciones de PRBC son variables y fijados por el Banco Central con periodicidad de un mes, efectuándose las ventas todos los martes y jueves. Igualmente, a partir de junio de 1995, se modificó la modalidad de venta de los Pagarés Descontables del Banco Central a 30 días (PDBC). En efecto, dichos papeles se venden actualmente los días miércoles a quienes se han adjudicado PRBC en la licitación del martes precedente, pudiendo adquirir cada uno de ellos hasta un 10% del monto adjudicado en pagarés reajustables, a una tasa nominal alineada a la tasa de estos últimos. Adicionalmente, el Banco Central puede, a través de los PDBC, neutralizar movimientos no deseados en las tasas de interés de mercado mediante licitaciones de estos documentos, guardándose el derecho de fijar discrecionalmente las fechas y cupos de las ventas.



Durante 1995 la curva de rendimiento continúa mostrando una pendiente negativa, aunque menos inclinada que el año anterior. Dada la relativa suavización en la política monetaria, las tasas más cortas han disminuido en los primeros seis meses de 1995 respecto al nivel registrado el año anterior. Por otra parte, la incertidumbre derivada de la turbulencia financiera internacional en la primera parte el año, así como el nuevo impulso que ha tomado la economía durante este año, han moderado las expectativas respecto de nuevas caídas en las tasas de interés, presionando al alza las tasas para plazos más largos. Así, la curva de rendimiento ha rotado en torno a la tasa de interés de los papeles a ocho años, la que en promedio alcanza a 6,1%, similar al promedio de 1994, mientras que la tasa para papeles a 90 días ha bajado de 6,4% en 1994 a 6,0% en promedio en lo que va corrido de 1995, y las de veinte años subieron desde 5,9% promedio de 1994 a 6,0% promedio para enero-agosto de 1995. (Cuadro 7 y Gráfico 5)

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

La evolución de los agregados monetarios refleja principalmente la trayectoria de la demanda de saldos monetarios del sector privado. Esta, en lo fundamental, depende del crecimiento de la economía, del costo alternativo de mantener dinero, y de la evolución de los precios. Un mayor nivel de actividad económica, así como una tasa de interés nominal más baja, provocan un aumento en la demanda real de dinero,



lo que sumado a la variación en el nivel de precios, explica el incremento en la cantidad nominal de dinero.

La evolución de los medios de pago acumulada a agosto de 1995 muestra una variación nominal en doce meses de 23,8% para el M1A, y de 16,1% para el circulante, tasas que en términos reales representan incrementos de 14,5% y 7,3% anuales, respectivamente (Cuadro 4 y Gráfico 6). Esta expansión se explica, de una parte, por la fuerte reactivación de la actividad económica y por una cierta recuperación de los niveles más normales de liquidez conforme se elimina el efecto del ajuste y, de otra, por el menor costo de mantener dinero que se origina en la caída de la tasa de interés nominal, la cual a su vez responde a la menor tasa de inflación y a la caída en las tasas de interés reales. En efecto, la tasa de interés nominal mensual ha caído, como promedio, en 0,2 puntos porcentuales entre enero y agosto de 1995, respecto a igual período de 1994. La mayor expansión del M1A que la del circulante responde a que el primero resulta ser más sensible tanto a variaciones en la tasa de interés nominal como a la expansión de la economía.

La variación de la emisión promedio de enero a agosto de 1995, en comparación con el promedio del mismo período del año anterior, alcanzó a 18,9%. Este aumento corresponde a incrementos de 16,1% del circulante y 24,4% del encaje monetario. Entre diciembre de 1994 y agosto de 1995 la emisión se

incrementó en 4,6%, lo que equivale a una expansión de $ 39 mil millones. Esta expansión se explica básicamente por las operaciones de cambio del Banco Central, las que fueron expansivas en $ 253 mil millones. Las compras de divisas por parte del Banco Central fueron neutralizadas en gran parte por operaciones de crédito interno, que fueron contractivas por $ 221 mil millones. (Cuadro 9)

El crédito otorgado por el sistema financiero registró una aceleración en su ritmo de incremento, lo que es coherente con la reactivación de la economía. En efecto, la variación real en doce meses de las colocaciones totales se incrementó desde 5,4% en enero de 1995 a 8,5% en agosto. El acervo de colocaciones a agosto alcanza aproximadamente al equivalente de 50% del PIB anual, porcentaje similar al registrado en diciembre de 1994. Dado el crecimiento que se proyecta para el stock de colocaciones en el resto del año, se espera que la relación colocaciones a PIB a diciembre de 1995 sea superior a la observada en 1994. (Cuadro 10 y Gráfico 7)

La variación real en doce meses de las colocaciones en moneda nacional ha registrado un leve incremento a lo largo de 1995, subiendo de 10,4% en enero a 11,4% en agosto. Con todo, estas tasas de expansión son las más bajas de los últimos tres años. Las colocaciones hipotecarias, por su parte, siguen mostrando elevadas tasas de expansión real, mayores incluso a las registradas en los tres años anteriores, todo lo cual se traduce en un importante cambio en la composición de las colocaciones a favor de aquellas a plazos más largos. La caída de la tasa de interés de mercado de largo plazo, así como también las políticas de expansión de algunos bancos comerciales, han favorecido este cambio.

Las colocaciones en moneda extranjera, al igual que el año pasado, han registrado este año una variación real negativa en doce meses. Esta tendencia negativa se ha ido moderando a lo largo de 1995, pasando de tasas de variación en doce meses de -17,2% en enero a -7,3% en agosto. El reciente aumento en el costo del crédito en dólares ha contribuido a la caída que viene experimentando el stock de colocaciones en moneda extranjera por segundo año consecutivo. Sin embargo, la evolución experimentada refleja, más que nada, un cambio en la composición del financiamiento externo. Este cambio se ha traducido en una continua desintermediación del financiamiento externo, dado el creciente acceso directo de las empresas privadas no financieras a los mercados de capitales internacionales. No obstante lo anterior, este proceso ha tendido a estabilizarse en la medida que ha madurado y, también, en la medida que el spread entre las tasas de interés internas y externas ha ido disminuyendo.

II. LA POLÍTICA Y LA INSTITUCIONALIDAD CAMBIARIA

II.1 Política cambiaria.

Uno de los objetivos que su ley orgánica constitucional le asigna al Banco Central de Chile es velar por el normal desenvolvimiento de los pagos externos. Para alcanzar este objetivo, el Banco Central ha procurado que el uso del ahorro externo, o déficit en la cuenta corriente, sea consistente con un nivel de endeudamiento externo sostenible en el mediano plazo. Se estima que un déficit en cuenta corriente de tendencia entre 3% y 4% del PIB permite sostener y aun mejorar levemente los indicadores de solvencia externa, como la relación deuda externa a PIB o servicios financieros a exportaciones. En este contexto, el rol de la política cambiaria, complementada con la política monetaria, es procurar que el tipo de cambio real se mantenga en niveles acordes con esa meta.

El Banco Central ha señalado en numerosas oportunidades que el objetivo de la política cambiaria no es sostener un tipo de cambio real constante, sino que éste evolucione en torno a un valor compatible con el equilibrio de mediano y largo plazo de las cuentas externas. El creciente proceso de integración comercial y financiera, los cambios en la percepción y clasificación de riesgo del país, la inversión en el sector productor de bienes transables y el desigual desarrollo tecnológico de los sectores transables y no transables, llevan a que el tipo de cambio real de equilibrio varíe. En la medida que se han consolidado estos cambios estructurales, se ha modificado el tipo de cambio real de equilibrio, y, por lo tanto, el Banco Central ha permitido el necesario ajuste.

La variabilidad que muestra el tipo de cambio real alrededor de su tendencia es propia de los activos financieros, la que, en el mercado de las divisas, responde a la incertidumbre existente respecto de los precios y volúmenes de las exportaciones e importaciones y los flujos de capitales. Los agentes económicos deben internalizar el riesgo que involucran las actividades relacionadas con el mercado cambiario y aprovchar el desarrollo y profundización de los mercados de derivados, como opciones, futuros y forward, para cubrirse de éste. No obstante, en no pocas oportunidades los mercados cambiarios sobrerreaccionan a situaciones o noticias meramente especulativas, o estimando como permanentes influjos de capitales extremadamente volátiles; en estos casos se tienden a producir movimientos en el tipo de cambio que desestabilizan el valor de la moneda. En aquellas oportunidades el Banco Central ha estado dispuesto a intervenir, tanto mediante la compra de moneda extranjera como por la vía de restringir el financiamiento externo de corto plazo.

Las operaciones de cambios internacionales se desarrollan en dos mercados: el mercado cambiario formal y el mercado cambiario informal, existiendo restricciones que obligan a determinadas transacciones a ser realizadas sólo en el mercado cambiario formal, o que impiden que otras se efectúen a través de este mercado. El tipo de cambio nominal en el mercado cambiario informal es libremente flotante, sin

restricciones ni intervención de la autoridad monetaria. El tipo de cambio en el mercado cambiario formal, en cambio, debe encontrarse al interior de una banda de flotación de ± 10%, definida alrededor de un tipo de cambio de referencia conocido como tipo de cambio "acuerdo". Esta banda limita la fluctuación del tipo de cambio, porque la intervención del Banco Central le impide apartarse de ese rango.

El tipo de cambio acuerdo, determinado por el Banco Central como el centro de la banda cambiaria, se define en función de una canasta de monedas y se reajusta diariamente por la diferencia entre la inflación interna del mes anterior y una estimación de la inflación internacional promedio de las monedas que conforman la canasta. Desde la última modificación de noviembre de 1994, la canasta de monedas está compuesta en un 45% de su valor por dólares, 30% en marcos y 25% en yenes. El dólar acuerdo o centro de la banda en pesos por dólar, representa la valorización de la canasta de monedas en términos de dólares, la que a su vez depende de las paridades internacionales. Su valor es revisado y anunciado diariamente por el Banco Central al inicio de las operaciones.

La banda de flotación para el tipo de cambio en el mercado cambiario formal, impone al Banco Central la obligación de intervenir en el mercado cambiario en el caso en que el tipo de cambio alcance los límites de la banda. El Banco Central tiene además la facultad de intervenir voluntariamente aun estando el tipo de cambio al interior de la banda ("flotación sucia"), con el objeto de evitar fluctuaciones de origen especulativo o sobrerreacciones de corto plazo.

Es importante destacar que la defensa del tipo de cambio tiene un costo. Las intervenciones esterilizadas conllevan dos operaciones: por una parte el Banco Central interviene en el mercado cambiario comprado divisas y, por la otra, esteriliza el efecto monetario de la primera emitiendo un instrumento de deuda interna. Esta operación involucra emitir un pasivo que tiene un costo mayor al rendimiento del activo que se adquiere. Por lo tanto, el instituto emisor tiene una capacidad limitada para defender el tipo de cambio, especialmente si los movimientos de éste responden a factores fundamentales. En cambio, si los movimientos cambiarios son de tipo especulativo y transitorios, la intervención esterilizada podría hasta generar utilidades, en la medida que el aumento de valor del tipo de cambio compense las diferencias en las tasas de interés. Obviamente, la gran cantidad de fuerzas involucradas en los mercados cambiarios hacen difícil distinguir un tipo de movimiento del otro.

La evolución del tipo de cambio nominal se refleja en el gráfico 8. Como se puede apreciar, durante los últimos años éste ha fluctuado en la parte inferior de la banda, reflejando en alguna forma su tendencia. En el primer semestre de 1994 se mantuvo en promedio 2,8% sobre el límite inferior, pero en el segundo semestre cayó al piso de la banda, obligando la intervención del Banco Central. Hacia fines de noviembre de ese año el Banco Central determinó revaluar el centro de la banda en 9,66%, convencidas sus autoridades de que la consolidación de los cambios estructurales implicaban que el tipo de cambio de equilibrio era inferior al piso de la banda. Entre los cambios estructurales que el Banco Central consideró estaban el

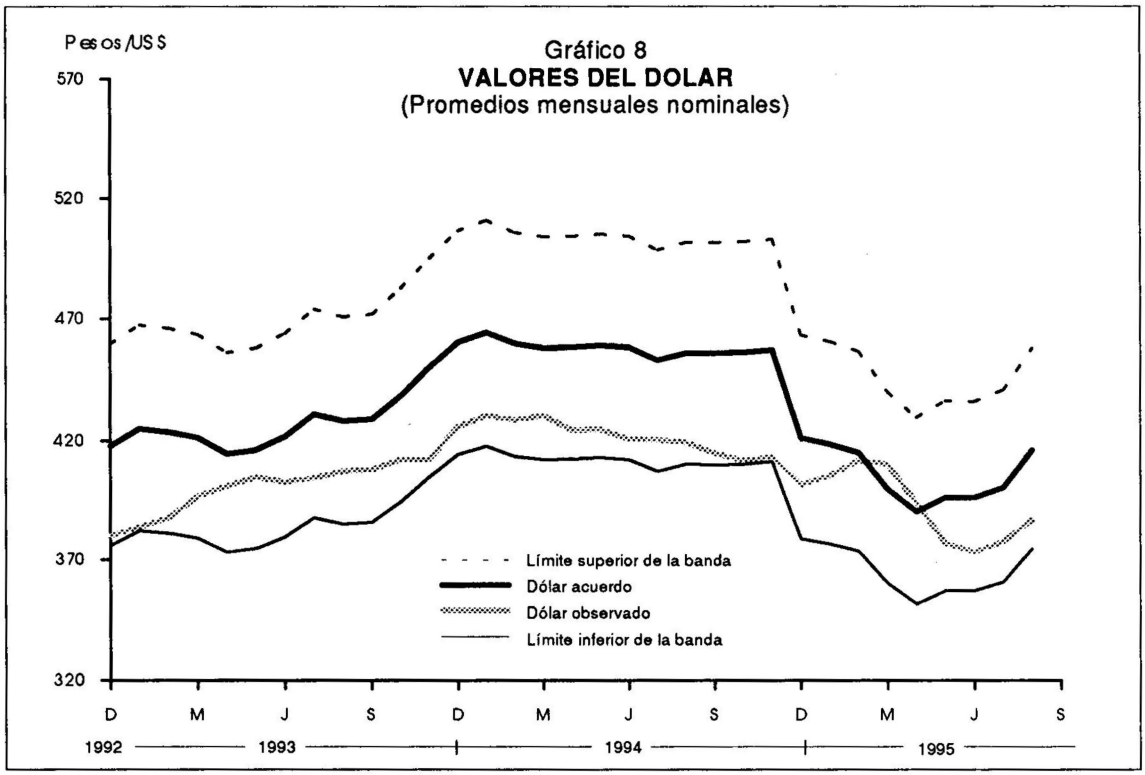
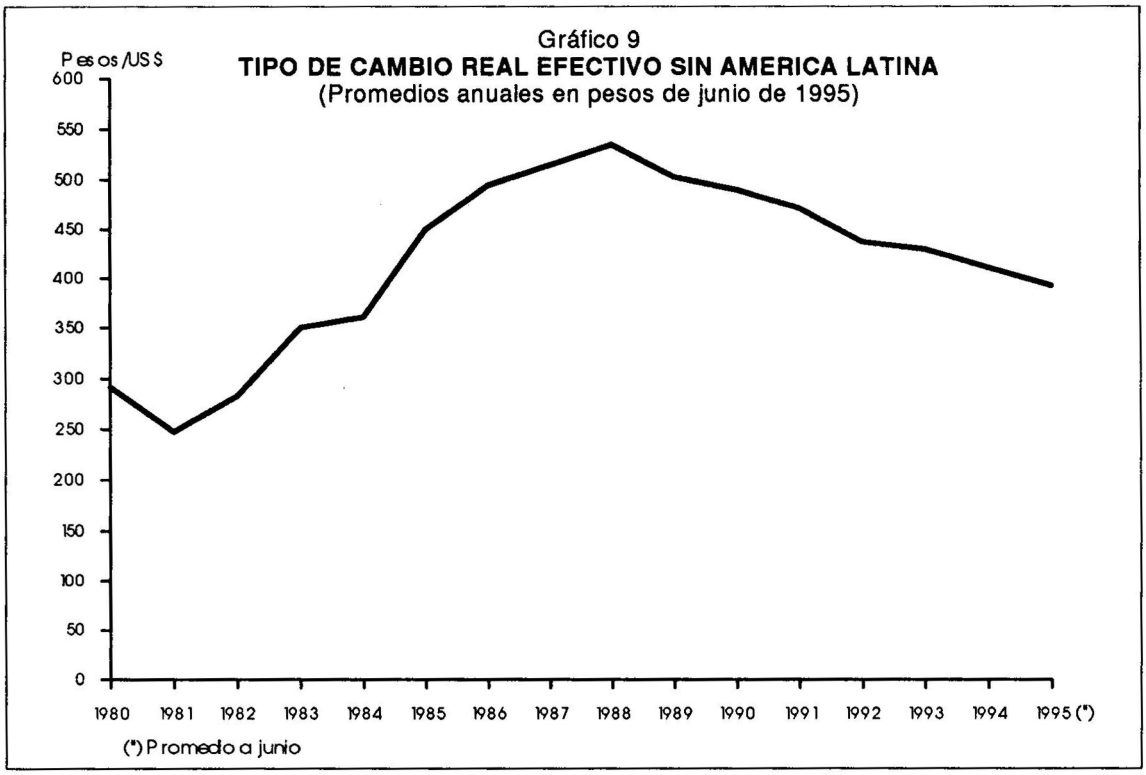


Gráfico 8
VALORES DEL DOLAR
(Promedios mensuales nominales)

sostenido crecimiento de las exportaciones y el moderado nivel de ahorro externo que ha requerido la economía chilena (menos de 2% del PIB) en los años noventa.

Luego de la revaluación de la paridad central, el tipo de cambio se ha mantenido alejado del límite inferior de la banda, particularmente durante el primer trimestre de 1995 cuando, como resultado de la turbulencia externa, el peso se devaluó, llegando el dólar observado incluso a superar el valor de la paridad central. A medida que se recuperó la confianza en la región y en Chile, proceso acompañado por un alza de los términos de intercambio de nuestro país, el peso se ha vuelto a fortalecer.

Es importante destacar que la evolución del tipo de cambio entre el peso y el dólar se ha visto fuertemente influenciada por las variaciones de las paridades internacionales del dólar respecto del yen y del marco, las que afectan el valor del dólar acuerdo. Se puede observar en el gráfico 8 que durante gran parte de 1994 el valor del dólar acuerdo se mantuvo prácticamente constante. Esto se debió a que, mientras el dólar acuerdo debía elevarse por el diferencial entre la inflación interna y externa, esta tendencia fue compensada por la depreciación del dólar en los mercados internacionales. A partir de 1995, la depreciación del dólar se agudizó, llevando a que el dólar acuerdo entre diciembre de 1994 y junio de 1995 disminuyera en 5,8%. En julio y agosto de 1995 el dólar ha recuperado parte del valor perdido, con un aumento



del dólar acuerdo de 5,4% en agosto, respecto del valor mínimo alcanzado en junio de 1995.

Es importante notar que el valor del tipo de cambio peso-dólar observado en el mercado sigue parcialmente la evolución del dólar acuerdo. Esto significa que parte de la apreciación nominal del peso observada en el primer semestre de 1995 fue un reflejo de la depreciación del dólar en los mercados internacionales respecto al yen y marco. En julio y agosto, en cambio el peso se ha depreciado en términos nominales como respuesta al mayor valor del dólar en los mercados internacionales

Ahora bien, en términos reales, el tipo de cambio en Chile ha caído en forma gradual durante los últimos años, principalmente porque los cambios estructurales antes mencionados han llevado a que su nivel de equilibrio sea menor. En los primeros siete meses de 1995 y siguiendo esta tendencia, el tipo de cambio real disminuyó 4,7%, respecto al nivel alcanzado en igual período del año anterior. (Cuadro 6 y Gráfico 9)

II.2 Institucionalidad cambiaria.

El segundo semestre de 1994 y el primer semestre del presente año se caracterizaron por una profundización de las reformas tendientes a unificar el mercado cambiario y avanzar en la integración a los mercados de capitales internacionales. Por el lado de la cuenta de capitales, las medidas se han focalizado en flexibilizar la salida de capitales para los inversionistas institucionales. Estas medidas han contribuido a que la cuenta de capitales esté cada vez más abierta. Los mercados bursátiles se encuentran cada vez más integrados al exterior, lo que se refleja en la fuerte correlación entre el precio de las acciones en Chile y el resto del mundo, y los mercados cambiarios formal e informal están casi unificados. Mientras en 1990 y 1991 el diferencial entre ambos alcanzaba a 1,4%, en 1992 y 1993 cayó a 1,2% y en 1994 a 1,1%. En lo que va del año el diferencial es apenas perceptible, promediando sólo 0,1%. Sin embargo, tal vez la medida más importante respecto de la institucionalidad cambiaria fue la decisión de eliminar completamente la obligación previa de liquidar parte de los retornos de exportación en el mercado cambiario formal dentro de un cierto plazo. Ya en años anteriores se había avanzado gradualmente reduciendo el porcentaje de los retornos sujetos a esta obligación.

Entre los principales cambios en la normativa cambiaria y de regulación de los flujos de capitales realizados durante el segundo semestre de 1994 y el primer semestre de 1995 se encuentran los siguientes:

Entre agosto y diciembre de 1994

-Se estableció un nuevo valor para la canasta referencial de monedas, lo que se tradujo en una reducción de 9,66% en el valor del dólar acuerdo. Paralelamente, la ponderación del dólar de los Estados Unidos de América dentro de la canasta referencial de monedas baja desde 50% a 45%, la ponderación del yen sube desde 20% a 25%y la del marco se mantiene en 30%. Asimismo, se dispuso que, en lo sucesivo, el dólar acuerdo se calculará con las paridades vigentes en las mercados internacionales a las 9:30 de la mañana en lugar de las 9:00 horas.

-Se amplió desde 3% a 6% del total de los activos acumulados en los fondos de pensiones, el monto que puede ser invertido en el extranjero. Las compañías de seguros de vida podrán invertir hasta 10% de sus recursos en 32 países, contando con una clasificación BBB+. Las compañías de seguros generales, en tanto, podrán invertir hasta 15% de sus recursos en 34 países, contando con una clasificación BBB. Los fondos mutuos podrán invertir hasta 30% de sus recursos en el exterior, sin cumplir clasificación mínima ni número determinado de países.

-Se reglamentó la participación de empresas bancarias constituidas en Chile en entidades financieras en el extranjero. Para ello se requerirá de la aprobación del Banco Central y de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras. En el caso del Banco Central se requiere el cumplimiento de dos requisitos:

primero, que la inversión en cada país receptor no sea superior al 20% del capital y reservas del banco solicitante, ni exceder ese porcentaje una vez materializada la inversión; y segundo, que los activos ponderados por riesgo del banco solicitante, al momento de la solicitud, no superen diez veces su patrimonio efectivo.

-Se elevó desde 20% a 25% el monto del capital pagado y reservas que las empresas bancarias podrán mantener en inversiones financieras en el exterior.

-Se redujo desde US$ 50 millones a US$ 25 millones el monto mínimo de ADRs que las empresas bancarias pueden emitir en el extranjero. A su vez se rebajó el requisito de solvencia tipo A de la Comisión Clasificadora de las Administradoras de Fondos de Pensiones al requisito BBB+, otorgado por dos clasificadoras de riesgo internacional para los instrumentos de deuda externa de largo plazo no garantizados.

De enero a julio de 1995

-Se eliminó la obligación de retornar y liquidar en el mercado nacional las divisas provenientes de las exportaciones de mercancías y servicios. Persiste la obligación de informar al Banco Central, sólo para fines estadísticos.

-Las inversiones financieras, dentro de las cuales destacan los ADR secundarios, esto es, acciones que no son de primera emisión susceptibles de ser adquiridas por extranjeros y convertidas en ADRs, quedaron sujetos al mismo encaje que afecta a los créditos externos. Las inversiones financieras y los depósitos provenientes del exterior y dirigidos a entidades no financieras quedaron afectos al mismo requisito.

-Se ampliaron los límites de inversión en el extranjero para los inversionistas institucionales. Se amplió el margen desde 6% del total de los activos acumulados en los fondos de pensiones a 9%, autorizándose además la inversión en instrumentos de renta variable hasta por 4,5% del valor del fondo. A su vez, se permite la inversión en instrumentos de cobertura de riesgo hasta por 9% del valor del fondo.

-Se autorizó a las compañías de seguros de vida para invertir hasta 10% de sus recursos en inversiones financieras y hasta 3% en bienes raíces urbanos no habitacionales. Se autorizó a las compañías de seguros generales para invertir hasta 15% de sus recursos en inversiones financieras y hasta 3% en bienes raíces urbanos no habitacionales. Se autoriza a los fondos mutuos para invertir hasta 30% de sus activos totales, sin cumplir clasificación mínima ni número determinado de países. Consecuentemente con lo anterior, las administradoras de fondos de pensiones y compañías de seguros tendrán acceso al mercado cambiario formal para adquirir divisas con el fin de efectuar pagos o remesas relacionados con estas operaciones.

-Se determinó que para la inversión en acciones de inversionistas institucionales no será considerado el

riesgo del país emisor, sino el riesgo del país donde se transa la acción. Se situó en BBB- la clasificación de riesgo que debe cumplir el país donde se transan las acciones.

-Se modificó la exigencia de riesgo para la inversión financiera de los bancos en el exterior, cuyo monto puede ascender a 25% del capital y reservas como tope máximo, la que pasó desde A- a BBB-, en el caso de instrumentos emitidos o garantizados por estados extranjeros, bancos centrales o entidades financieras externas y bonos emitidos por empresas extranjeras. Adicionalmente, se resolvió que 30% de esta inversión pueda ser materializada en instrumentos de mayor riesgo, para lo cual la obligación mínima de riesgo para ese porcentaje de la inversión será de BB-.

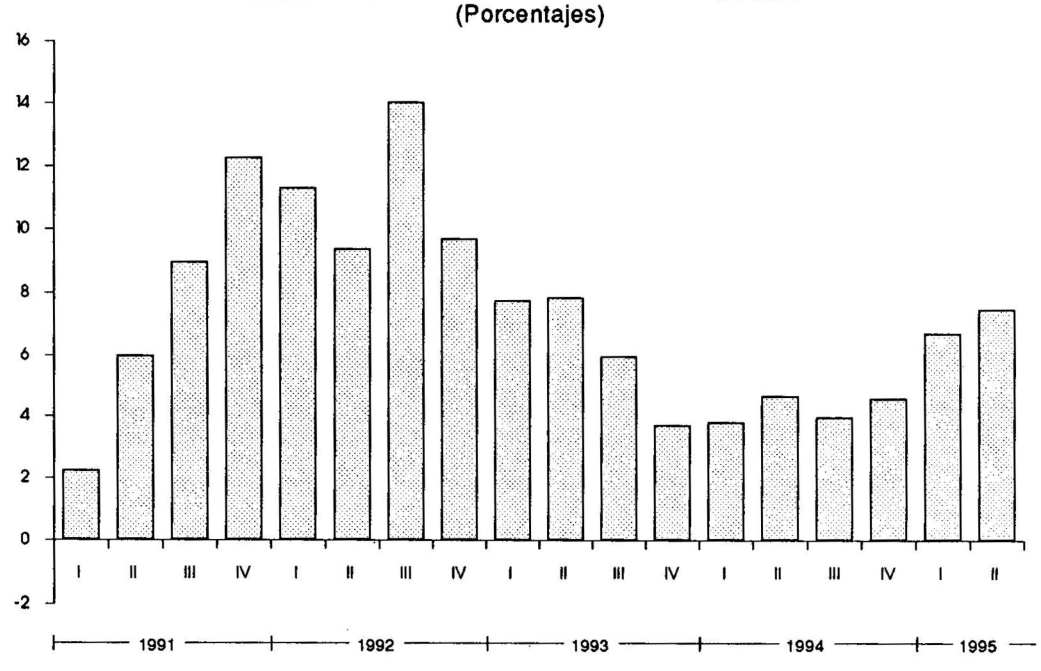
-Se restringió el monto máximo de colocaciones en pesos con cargo a recursos en moneda extranjera del sistema bancario (Capítulo V.B.2 del Compendio de Normas Financieras). Dicho monto pasa de 1,5 veces el promedio de los saldos de la posición de cambios internacionales a 0,7 veces durante el mes de julio y 0,1 veces a partir de agosto.

-Se derogaron los Capítulos XVIII y XIX del C.N.C.I que regulaban la inversión extranjera realizada en base a la conversión de títulos de deuda externa chilena transados en mercados internacionales. Esta medida significó eliminar las restricciones de plazo que afectaba a la repatriación de utilidades y capital de las inversiones ingresadas al país bajo este mecanismo.

Las medidas antes citadas muestran que el Banco Central ha privilegiado una integración gradual y selectiva a los mercados de capitales internacionales. Si bien el Banco Central reconoce los beneficios de la integración a estos mercados, también tiene conciencia de los riesgos asociados con una apertura acelerada. Básicamente, la economía chilena consigue su equilibrio interno con una tasa de interés más alta que la de los países industriales situación que, si los mercados de renta fija estuvieran integrados, el Banco Central no podría mantener. En ese caso se crearía una expansión de la absorción junto a un déficit en la cuenta corriente más allá del deseado. Por otra parte, el hecho que la economía chilena sea pequeña en el contexto internacional implica que cualquier ajuste en el portafolio de los inversionistas extranjeros, podría llevar a fuertes cambios en los precios de los activos nacionales, tales como las acciones, las propiedades, la tasa de interés y el tipo de cambio. Si los riesgos de estos ajustes en los portafolios de los inversionistas extranjeros sólo dependieran de estas políticas, ellos actuarían como un elemento disciplinador de las políticas internas. Sin embargo, el problema es que los mercados sobrerreaccionan a choques inesperados, y la economía chilena está inserta en una región que constantemente está sometida a turbulencias que pueden generar efectos "contagio".

La política gradual y selectiva de apertura de la cuenta de capitales ha permitido reducir la exposición a la volatilidad de los flujos financieros de corto plazo, dar más autonomía a la política monetaria y evitar la sobreexpansión del gasto. El objetivo final del conjunto de las cada vez menores restricciones a la

Gráfico 10
TASA DE CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL
(Porcentajes)



cuenta de capitales ha sido disminuir el monto total y mejorar la calidad del flujo global de financiamiento externo, encareciendo relativamente más los flujos financieros de corto plazo de manera que el financiamiento externo se sesgue hacia el largo plazo.

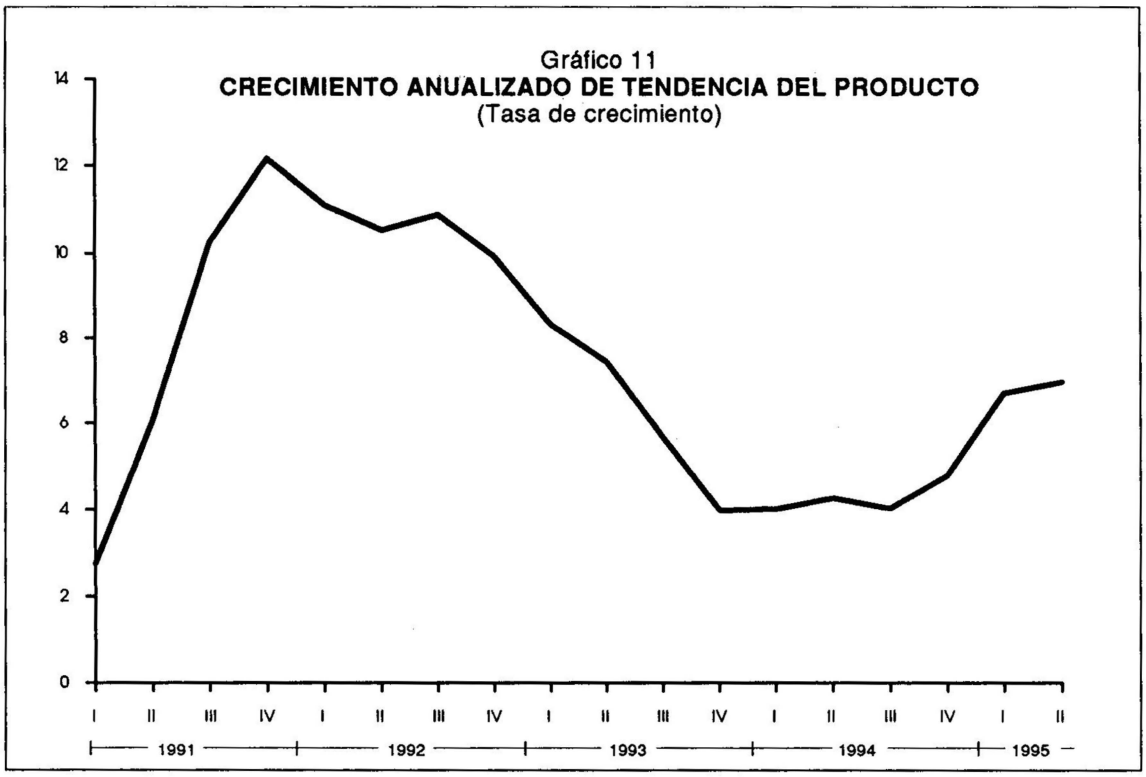
III. ACTIVIDAD ECONÓMICA, GASTO GLOBAL Y EMPLEO

III.1 Actividad sectorial y gasto agregado.

Durante el primer semestre de 1995 el producto interno bruto presentó una tasa de crecimiento algo superior a 7% en relación al nivel alcanzado en el mismo período del año anterior. Considerando que en 1994 se experimentaron los resultados finales de las políticas de ajuste del gasto adoptadas a partir de 1992, con los que la tasa de crecimiento de ese año fue menor, el primer semestre de 1995 constituye el inicio de una fase de crecimiento expansiva. (Cuadro 11 y Gráficos 10 y 11)

Un fenómeno relevante durante el primer semestre ha sido el fuerte crecimiento del ingreso nacional disponible, en cifras cercanas a 14%. Esta expansión deriva de una notable ganancia en los términos de

Gráfico 11
CRECIMIENTO ANUALIZADO DE TENDENCIA DEL PRODUCTO
(Tasa de crecimiento)



intercambio con el exterior observada en el primer y segundo trimestre del año. El incremento del ingreso disponible explica en lo principal el crecimiento de la demanda interna del orden de 10% en el semestre.

La expansión de la actividad económica semestral se explica tanto por el aumento de los sectores productores de bienes transables como la expansión de los no transables, presentando estos últimos un crecimiento superior al promedio. Los sectores productores de transables, son aquellos orientados principalmente a las exportaciones, tales como pesca y minería, los que crecen 10,9% y 7%, respectivamente; las actividades agropecuarias y manufactureras, por su parte, crecen en conjunto a tasas cercanas a 5%. En los sectores productores de bienes no transables destaca el dinamismo de las ramas transporte, comunicaciones y comercio.

En un análisis sectorial más detallado se puede hacer una caracterización del comportamiento en términos de actividades más dinámicas y otras que observan un mayor rezago en la positiva evolución del período. (Cuadro 12)

El sector agropecuario-silvícola muestra un crecimiento cercano a 5% en el semestre, inferior a la tasa de crecimiento promedio de la economía. Los mayores volúmenes de producción están explicados

principalmente por aumentos en los subsectores pecuario y silvícola, con tasas superiores a 6%. En cambio los rubros agrícolas tradicionales y frutícolas presentan tasas de incremento del orden de 3% a 4%.

La actividad pesquera extractiva fue una de las más dinámicas, registrando un crecimiento de la producción cercano a 11%. Este elevado crecimiento se explica principalmente por los aumentos de producción de los centros de cultivo y, en menor medida, por los desembarques industriales, orientados ambos a los mercados externos.

En cuanto al sector minería se observa un crecimiento de 7%, tasa significativa en relación con el ritmo de actividad minera del último quinquenio, y que es sustentado por un extraordinario aumento de la producción en el segundo trimestre, después de haber iniciado el año con una tasa de crecimiento prácticamente nula. Este resultado se explica primordialmente por el aumento de la actividad cuprífera, destacando el crecimiento de la mediana minería derivado de la incorporación de nuevas empresas y el incremento en la generación de productos con mayor grado de refinación. Otros rubros mineros tales como petróleo y carbón siguen presentando una tendencia de disminución en sus niveles de producción, derivada de agotamiento de recursos y/o problemas de mercado.

La actividad industrial manufacturera presenta un crecimiento inferior al ritmo de la actividad global, alcanzando una tasa semestral cercana a 5%. El crecimiento industrial ha sido liderado por las ramas orientadas a la exportación, alrededor de 7,5%, y las productoras de bienes de consumo alrededor de 5,5%. En el primer caso los aumentos más importantes se producen en la industria metálica básica (productos de acero y cobre principalmente), y elaboración de productos del mar, papel y celulosa, influenciados por el incremento de precios internacionales. Entre las industrias de bienes de consumo sobresalen los incrementos en carnes, lácteos y bebidas, así como otros bienes de consumo durable. Por otra parte en las ramas productoras de bienes intermedios se destacan por sobre la tasa promedio industrial los aumentos de refinados del petróleo, imprentas y editoriales, y por debajo, los productos plásticos e insumos para la construcción. Finalmente, entre las actividades sustituidoras de importaciones se mantiene la tendencia de períodos anteriores registrándose menores producciones en la industria del calzado, textil y prendas de vestir.

El sector construcción presenta un crecimiento de 4,2% en el nivel de actividad del primer semestre, como consecuencia del crecimiento de la edificación habitacional y obras de ingeniería y de un estancamiento coyuntural en la edificación no habitacional. Un indicador adicional, como son los permisos de edificación, presenta incrementos que deben influir positivamente en el comportamiento sectorial para el resto del año.

En el crecimiento del sector comercio, restaurantes y hoteles, superior a 8%, destaca la participación de la comercialización de productos importados especialmente de consumo e intermedio, con una tasa

superior al promedio sectorial. Los márgenes de productos nacionales, en cambio, crecen a un ritmo inferior al promedio sectorial.

En el sector transporte y comunicaciones se observó un crecimiento en torno a 12% en el primer semestre, liderado por la expansión de la actividad de telecomunicaciones. Esta última ha sido influenciada positivamente por la puesta en marcha del sistema de multiportador y la posterior reducción de tarifas. También crecen en forma importante los servicios de transporte aéreo y marítimo con tasas superiores al promedio.

Respecto al resto de las actividades económicas y otras variables del PIB, en general han tenido una evolución inferior a la del promedio global. Una excepción la constituyen los derechos de importación que han experimentado un fuerte crecimiento en el primer semestre, esperándose una desaceleración en su ritmo de expansión para el resto del año.

Por otra parte, desde el punto de vista del gasto del PIB, la mayor expansión se observó en las exportaciones de bienes y servicios, que experimentaron un crecimiento de casi 12%. La demanda interna aumentó en torno a 10% en el semestre, como resultado de la expansión del consumo y de los inventarios. A nivel de los componentes de la demanda se destaca, además de la fuerte acumulación de inventarios, el consumo privado, con un crecimiento de alrededor de 9%. Este crecimiento del consumo se relaciona con el elevado aumento del ingreso disponible derivado de la mejoría en los términos de intercambio. El gasto de consumo final de gobierno presentó un moderado crecimiento de 2,4% en términos reales, al igual que la inversión en capital fijo que creció 4,2%. (Cuadro 13)

La tasa de crecimiento de la inversión en capital fijo en la primera mitad del año se explica por un aumento de los bienes de capital de origen importado cercano a 4,5%, así como por el crecimiento en las obras de construcción en torno a 4%. En este último caso, las obras de ingeniería presentan un mayor dinamismo que la inversión en edificación. Proyectando la situación de inversión para el resto del año, se estima un mayor repunte, que podría situar su tasa de variación anual en un nivel cercano al crecimiento del producto.

El incremento de los inventarios aparece como particularmente fuerte en este semestre, como resultado tanto del proceso de recuperación de la actividad y el fuerte aumento de las importaciones, que se traduce en aumentos graduales y algo desfasados en el tiempo del gasto en consumo, como a la acumulación transitoria de inventarios de productos exportables. Cabe hacer notar a este respecto que el incremento de producciones mineras del semestre es superior a las registradas en las exportaciones, lo que ha llevado a un aumento de inventarios de carácter temporal que no puede interpretarse como un aumento sostenible de la demanda final.

Respecto a las exportaciones, se observó una situación coyuntural muy favorable, principalmente motivada por el fuerte alza de precios internacionales especialmente del cobre, celulosa, papel y harina de pescado, y también de algunos productos no tradicionales. Por otra parte, también influyó el aumento de volumen exportado, lo que en parte es atribuible a condiciones de demanda favorecidas por una positiva coyuntura económica internacional y a la reorientación de la oferta exportadora nacional hacia nuevos mercados, particularmente, Asia.

El volumen de importaciones del primer semestre mostró un crecimiento de 19,5%, comportamiento favorecido por el incremento del gasto interno y la apreciación real del peso, que favorece una reorientación de la demanda hacia los productos importados. Los principales componentes en el crecimiento de la oferta de productos importados son los bienes intermedios y de consumo.

El fuerte aumento de las importaciones de insumos intermedios que alcanzó a más de 20%, se explica sólo en parte por un proceso de sustitución de la oferta nacional por importada. A juzgar por el crecimiento de la producción de insumos en el país que se observa paralelamente, y el crecimiento de industrias exportadoras y de servicios que utilizan estos insumos, es probable que parte del incremento de las importaciones de bienes intermedios se relacione con la expansión de las exportaciones y la mayor actividad interna. Respecto al volumen de bienes de consumo importados, la tasa de crecimiento superior a 25% se centra en los bienes de consumo durables, principalmente automóviles y electrodomésticos.

IV. INFLACIÓN Y REMUNERACIONES

IV.1 Indicadores de inflación por sectores y subyacente.

Durante 1995 la inflación ha mostrado una tendencia muy satisfactoria, que consolida los menores niveles observados para esta variable desde el segundo semestre de 1994 y permite esperar con confianza el cumplimiento de la meta de inflación anunciada por el Banco Central para el presente año. Sin embargo, por diversos desarrollos desfavorables de carácter transitorio, al finalizar agosto la tasa de variación en doce meses del Índice de Precios al Consumidor (IPC) alcanzó a 8,5%, cifra que si bien se compara positivamente con tasas anuales de variación de 12,7% y 8,9% registradas al finalizar el primer y segundo semestre de 1994, es más alta que la registrada en los meses anteriores. Respecto a diciembre de 1994, la inflación acumulada a agosto alcanza a 6,4%. (Cuadro 3 y Gráfico 1)

Las mediciones de la tasa de inflación subyacente, que corrigen esta variable por variaciones atípicas de corto plazo y elementos estacionales, indican que la reducción en la tasa de inflación es un fenómeno de tendencia mucho más marcado que lo que indican las cifras puntuales a agosto. En efecto, a pesar del repunte de la cifra mensual de inflación en julio y agosto, la inflación subyacente ha presentado una

continua disminución a lo largo de este año, para situarse a fines de agosto algo por sobre 7% anual, aun incluyendo el efecto del alza de impuestos.

La reducción de la tasa de inflación durante el último año se enmarca dentro de la estrategia de mediano plazo que se ha propuesto el Banco Central para lograr la convergencia de la inflación a los niveles observados en la mayoría de las economías desarrolladas, esto es, bajo 4%. La perseverancia en la aplicación de políticas macroeconómicas coherentes y la atenta vigilancia de las autoridades monetarias para prevenir potenciales desequilibrios, han permitido lograr una sostenida disminución de la inflación a lo largo de los últimos cinco años.

Como se recordará, a principios de 1990 el Banco Central inició su nueva etapa de autonomía con la aplicación de una rigurosa política de ajuste macroeconómico destinada a quebrar la tendencia ascendente que mostraba la inflación hacia fines de 1989. Una vez controlada esta amenaza, la inflación inició un período de descenso sostenido, aunque no sin algunos contratiempos. En efecto, hacia fines de 1992 fue necesario iniciar un nuevo proceso de ajuste contractivo liderado por una política monetaria más estricta, la que se mantuvo en esos términos durante 1993 y gran parte de 1994. Este nuevo ajuste buscaba prevenir la incubación de presiones inflacionarias desde los mercados internos, pues se estimaba que el ritmo de crecimiento que mostraba el gasto era excesivo en relación a la evolución esperada del producto potencial y del ingreso nacional. Esta oportuna y perseverante acción logró contener las incipientes presiones inflacionarias durante 1993 y mostró plenamente sus frutos a través de 1994. Durante 1993, los precios de bienes transables tuvieron un favorable comportamiento que permitió mantener bajo control el crecimiento de los precios, mientras que la inflación de los bienes no transables se mantenía relativamente estable. Esta situación cambió a partir de los primeros meses de 1994 cuando se observó un marcado descenso en la inflación registrada por los precios de los bienes no transables, sobre los cuales estaba ejerciendo mayor presión la política monetaria. Es así como, a partir del segundo semestre de 1994, se observó un marcado descenso en la tasa de variación anual del IPC, situación que tendió a estabilizarse hacia fines de año para continuar con una tendencia a la baja más gradual durante 1995.

En los primeros meses de 1995, y a diferencia de lo ocurrido en 1994, la disminución en la inflación ha ocurrido en forma paralela a través de los sectores transables y no transables, aun cuando la tasa de variación de los transables, 6,1% a agosto de 1995 respecto a igual mes de 1994, se mantiene por debajo del crecimiento de los precios en el sector no transable, 10,2% en igual período.

Entre los distintos componentes del índice de precios al consumidor, el registro más favorable en los primeros ocho meses del año se observó en la agrupación de vestuario, con una variación negativa en doce meses de 0,6% y una variación de -2,9% respecto a diciembre de 1994. El rubro de alimentos registró en agosto una variación de 9,1% respecto a igual mes de 1994 y de 7,9% respecto a diciembre, superior a las variaciones registradas en el rubro de vivienda que mostró una variación de 7,3% en doce meses y de 5,2%

respecto a diciembre. Los mayores incrementos se han presentado en el rubro de transportes y comunicaciones, el que mostró una variación de 10,7% en doce meses y 7,9% respecto a diciembre; y en el rubro de otros bienes y servicios, que incluye servicios de educación, salud, recreación y otros misceláneos, con una variación de 10,1% en doce meses y 6,9% respecto a diciembre. A través del mismo período el índice de precios al por mayor ha presentado un comportamiento similar al de los bienes transables; al finalizar agosto de 1995 la inflación acumulada por este indicador en doce meses alcanzaba a 5,5% y a 3,6% respecto a diciembre. (Cuadro 3)

IV.2 Remuneraciones y productividad.

La evolución de las remuneraciones nominales también muestra una desaceleración a través de los últimos doce meses, aunque en forma más lenta que los precios. Durante el segundo semestre de 1994 el nuevo índice de remuneraciones por hora desaceleró su ritmo de incremento desde 17,2% observado en junio de 1994 a 13,5% observado en diciembre del mismo año, mientras que el costo de la mano de obra presentó una disminución desde 16,1% a 14,4% a través del mismo período. Durante el primer semestre del presente año, los índices de remuneraciones y costo de la mano de obra han continuado esta trayectoria a la baja, aunque en el caso de las remuneraciones la desaceleración es muy leve. Al finalizar julio del presente año, las remuneraciones nominales presentaban una tasa de variación en doce meses de 12,6%, mientras que el índice del costo de la mano de obra mostraba un crecimiento en doce meses de 12,1%. En términos reales, a julio de 1995 el índice de remuneraciones por hora aumentó 4,4% respecto a igual mes de 1994, mientras que el costo de la mano de obra lo hizo en 5,8%. (Cuadros 16a y 16b)

El término del período de ajuste 1992-94, junto con la significativa desaceleración que ha presentado la inflación durante 1995 en el contexto de un mercado laboral en el que se utilizan extendidamente prácticas de indexación en base a la inflación pasada, han sido factores importantes en explicar la evolución reciente de los índices reales de remuneraciones y costo de la mano de obra. Cabe destacar que estos desarrollos en el mercado laboral no han generado presiones inflacionarias sobre los mercados finales, pues la productividad laboral ha mostrado un significativo aumento durante 1995, por encima del incremento real de ambos índices. Se espera que a medida que se recupere la expansión del empleo, el ritmo de incremento de la productividad se normalizará en tasas inferiores, entre 3% y 4%, mientras el ritmo de expansión de los salarios reales se acercará hacia esos valores, lo que implicaría aumento de remuneraciones nominales inferiores a 12% anual hacia el último trimestre de este año.

En relación a la evolución futura de las remuneraciones, un antecedente relevante es el que se refiere a los contratos de negociación colectiva realizados durante el primer semestre de 1995. Cabe señalar que la evolución de las remuneraciones convenidas en estos contratos constituye una señal que anticipa la evolución del resto de las remuneraciones, en la medida que ellos han sido renegociados recientemente en atención a las actuales condiciones del mercado laboral y las expectativas sobre la inflación futura,

mientras que los índices de remuneraciones y de costo de mano de obra representan un promedio que contiene contratos que aún no se han renegociado y continúan reajustándose en base a la indexación respecto a inflación pasada. Los reajustes iniciales por sobre la inflación pasada en los contratos de negociación colectiva muestran una evolución bastante más moderada; la última cifra disponible para el segundo trimestre de 1995 mostró un reajuste promedio convenido por sobre la inflación pasada de 2,0%, cifra levemente superior a la observada durante el primer trimestre del año (Cuadro 15). Esto permite concluir que las remuneraciones nominales y el costo de la mano de obra se encuentran en una trayectoria de equilibrio consistente con la evolución de tendencia de la productividad laboral y las metas de inflación futura.

Adicionalmente, tanto el nivel de la tasa de desempleo como la evolución reciente del empleo son consistentes con la mantención de una trayectoria de equilibrio para el costo de la mano de obra, que no genera presiones adicionales sobre la inflación. (Cuadro 14)

IV.3 El proceso inflacionario y sus perspectivas.

El lento ajuste de los salarios nominales demuestra la importancia de los elementos inerciales en la inflación chilena. La institucionalidad y prácticas propias de nuestra economía están muy marcadas por la memoria de episodios de alta inflación, que han llevado a una indexación generalizada como una forma de seguro frente a sorpresas inflacionarias. La inercia inflacionaria impone un límite a la velocidad de reducción de la tasa de inflación, pues intentar metas más ambiciosas llevaría a un costo excesivo en términos de actividad y empleo, y posiblemente también a un deterioro no sostenible de las cuentas externas. Estas consideraciones han motivado una estrategia gradual, pero sostenida, de reducción de la inflación, en lugar de una política de choque.

Para continuar en la reducción de la inflación es necesario que los reajustes de remuneraciones entreguen una mayor consideración explícita a la inflación proyectada en lugar de la inflación pasada, de tal manera que el incremento de los costos laborales nominales por unidad de producto sea inferior a la inflación pasada. Esto es perfectamente compatible con un incremento de los salarios reales medios y, más aún, la forma más sólida de asegurar que los salarios no se deterioren a futuro como consecuencia de la inflación.

Es necesario destacar que en el curso de los últimos años las autoridades monetarias han logrado sucesivamente el cumplimiento de los anuncios realizados con respecto a la inflación, lo que ha sido determinante para acumular un capital de credibilidad sobre su compromiso por imprimir una trayectoria descendente a la inflación y mantener los logros ya obtenidos. Esta credibilidad permite afianzar la inflación a niveles de un dígito, pues lleva al convencimiento entre los agentes económicos de que presiones excesivas de costos, producto de un desvinculamiento de los salarios y/o los márgenes de utilidad respecto

de la evolución de la productividad de la economía y las metas inflacionarias no serán pasivamente acomodadas por las autoridades monetarias, y que eventuales aceleraciones en el ritmo de gasto serán rápidamente controladas. A su vez la credibilidad constituye un elemento fundamental para lograr un clima favorable para una desindexación voluntaria de los contratos, que permita romper con los elementos inerciales presentes en el proceso inflacionario y, consecuentemente, plantear metas más ambiciosas para su reducción en el futuro.

Es necesario reiterar que, a pesar de su tendencia decreciente, el problema de la inflación aún no está resuelto. En consecuencia, se debe insistir en la necesidad de mantener políticas que aseguren una expansión moderada en el gasto, tanto público como privado. Asimismo, es fundamental evitar que las presiones provenientes tanto del mercado laboral, de los márgenes de ganancias o de los sectores con baja productividad que reclaman protección, no lleven a introducir presiones inflacionarias adicionales por el lado de la oferta. De cualquier forma, debe tenerse presente que es la firme decisión del Banco Central mantener su compromiso antiinflacionario. Se actuará decididamente ante cualquier rebrote inflacionario que pudiera poner en peligro lo que ya se ha logrado, y se continuará aplicando una política monetaria global y coherente dirigida a lograr en el curso de los próximos años la convergencia de la inflación a los niveles que se observan en las naciones industrializadas.

V. El SECTOR EXTERNO

V.1 La cuenta corriente.

Según cifras provisionales, la cuenta corriente de la balanza de pagos del primer semestre de 1995 terminó con un superávit de US$ 725 millones, lo que, junto a un ingreso neto de US$ 684 millones en la cuenta de capital salvo reservas, y a errores y omisiones negativos por US$ 525 millones, llevó a un superávit global de US$ 884 millones. Con ello, el nivel de reservas internacionales netas alcanzó a US$ 15.297 millones a fines de junio de 1995, cifra equivalente a casi 14 meses de importaciones de bienes. Los resultados del semestre representan un cambio significativo en relación a igual período del año anterior, así como también al segundo semestre de ese año. En efecto, junto con una mejoría notoria en la balanza comercial, se observa una disminución en los influjos netos de capitales, los que, después de un período de ingresos significativos, se tornaron negativos durante el primer trimestre, para recuperarse significativamente en el transcurso del segundo. (Cuadro 17)

La positiva evolución de la cuenta corriente del primer semestre de 1995 se debió a una apreciable mejoría en la balanza comercial, atribuible fundamentalmente, tanto a la continuación del proceso de recuperación en los términos de intercambio como al incremento en los volúmenes exportados. Ello permitió un crecimiento de 48% en el valor de las exportaciones de bienes, lo que más que compensó el creci-

miento de 31,7% en el de las importaciones y significó que el superávit de balanza comercial más que se triplicara, al pasar de US$ 345 millones en el primer semestre de 1994 a US$ 1.332 en igual período de 1995. (Cuadro 18)

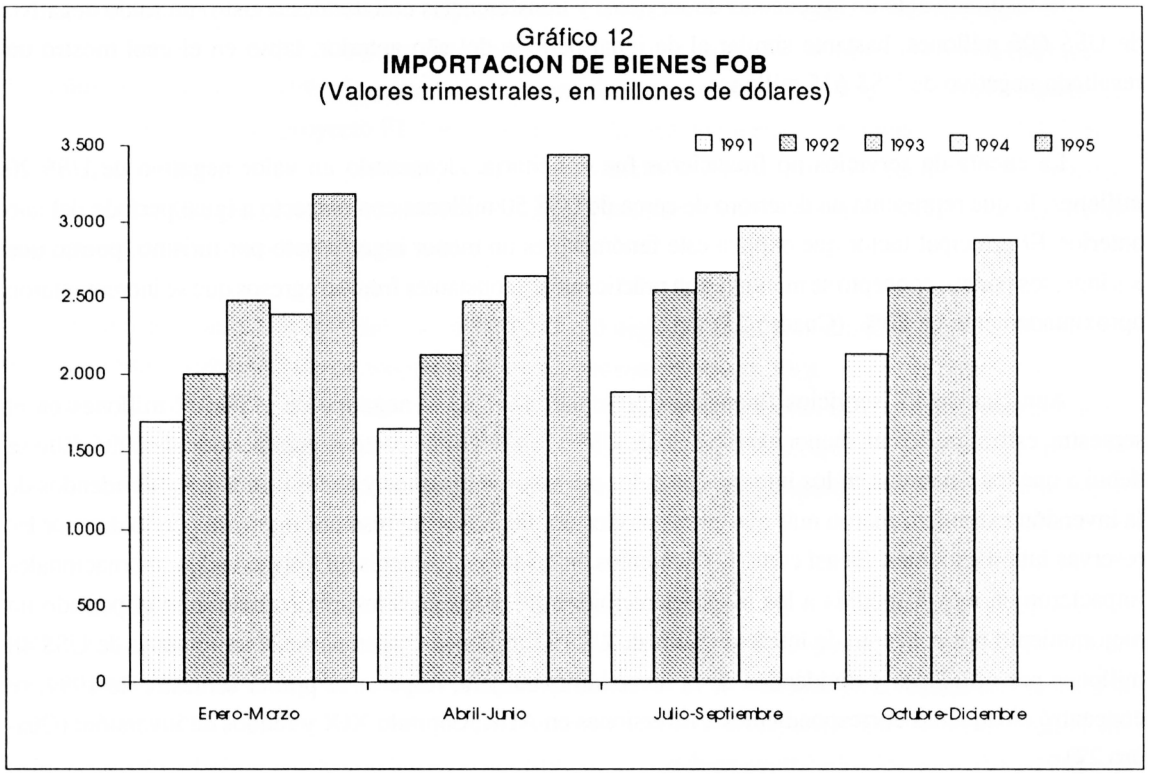
Al incremento en el valor de las exportaciones contribuyó un aumento de precios de 31,6%, acompañado de un crecimiento de 12,5% en los volúmenes. El aumento afectó tanto a las exportaciones de cobre, cuyo crecimiento alcanzó 76,4%, como a aquéllas distintas de cobre, cuya expansión fue 35,2%.

El aumento del precio del cobre en los mercados internacionales se tradujo en un incremento de 59,7% en su precio promedio FOB para Chile, constituyéndose en el principal factor detrás del crecimiento de esas exportaciones. Los volúmenes exportados, por su parte, crecieron 10,5%, debido en gran medida a la entrada en producción de la mina Candelaria.

Las exportaciones de productos tradicionales distintos de cobre crecieron 36,3%, como consecuencia de aumentos de precios de 25,0% y de volúmenes de 9,1%. Destacan los incrementos en los valores exportados de productos como óxido y ferromolibdeno, celulosa blanqueada, harina de pescado, celulosa cruda, metanol, yodo y algunos productos del sector maderas, los que en conjunto, al alcanzar US$ 1.452 millones en el primer semestre del año, más que duplicaron los US$ 713 millones exportados en igual período del año anterior. El valor de las exportaciones de molibdeno creció en US$ 193 millones en igual período, lo que representó un incremento de 266,5%, atribuible únicamente a precios, por cuanto los volúmenes se redujeron levemente. Las exportaciones de celulosa blanqueada, por su parte, incrementaron sus ventas al exterior en US$ 304 millones, equivalente a 141,3%, como consecuencia fundamentalmente de un aumento de 117,2% en los precios FOB. El resultado positivo de las exportaciones de harina de pescado, cuyo incremento fue 55,7% (equivalentes a US$ 94 millones) en el período, se debió esencialmente al crecimiento de 36,2% en los volúmenes embarcados. Cabe mencionar también productos como la celulosa cruda y el metanol, que destacaron en el semestre por experimentar incrementos de precios superiores a 100%. En cuanto a aumentos significativos en los volúmenes, destacan productos como salitre sódico, yodo, rollizos para pulpa y madera cepillada, todos con tasas de expansión de quántum superiores a 40%. (Cuadro 19)

Las exportaciones de productos no tradicionales crecieron 34,0% en el semestre, como consecuencia tanto de mejores precios como de mayores volúmenes (13,7% y 17,9%, respectivamente). Destacan las exportaciones de productos o grupos como los industriales del mar (salmón, truchas, mero, conservas de pescado), los industriales del agro (jugos de fruta, fruta congelada y conservada, purés, jugos y conservas de tomate, vino y cebada, entre otros), productos forestales o derivados de ese sector (chips y tableros de madera), derivados de la celulosa (papel periódico y diarios y publicaciones), los alambres y cospeles de cobre en el sector eléctrico, así como palanquillas y desbastes de acero y otros productos derivados del cobre (chapas gruesas, tubos, barras y perfiles) dentro del sector industrias metálicas básicas. (Cuadro 20)

Gráfico 12
IMPORTACION DE BIENES FOB
(Valores trimestrales, en millones de dólares)



La considerable mejoría en la balanza comercial del primer semestre de 1995 se produjo a pesar de la recuperación experimentada por las importaciones, las que comenzaron a acelerarse a contar del segundo trimestre de 1994. Sin embargo, este crecimiento, que alcanzó 31,7% en el primer semestre, se explica en buena medida por el bajo nivel que todavía mantuvieron las importaciones de bienes durante el primer semestre de 1994, en especial en los primeros tres meses (Gráfico 12). Lo anterior se puede apreciar al considerar el crecimiento de las importaciones medido en relación al segundo semestre del año anterior, que alcanzó 13,2%.

El crecimiento de las importaciones se explica principalmente por incrementos en los volúmenes de los productos internados. En efecto, durante el primer semestre los volúmenes crecieron en promedio 19,8%, en tanto que los aumentos de precios (CIF) alcanzaron 9,8% con respecto a igual período de 1994. En cuanto a la participación de los distintos tipos de bienes, contribuyeron al incremento en primer lugar las importaciones de bienes intermedios, con un crecimiento de 40,8% en valores CIF, seguidas por las de bienes de consumo, con 36,3%. Las importaciones de bienes de capital, en tanto, se expandieron 13,7%. Dentro de los bienes intermedios, las importaciones de petróleo crecieron 45,0% como consecuencia de un aumento de 25,1% en los volúmenes de barriles importados y de 15,9% en los precios CIF.

El resultado neto de las cuentas de servicios y transferencias unilaterales registró un saldo negativo de US$ 606 millones, bastante similar al de igual período del año anterior, lapso en el cual mostró un resultado negativo de US$ 615 millones.

La cuenta de servicios no financieros fue deficitaria, alcanzando un valor negativo de US$ 20 millones, lo que representa un deterioro de cerca de US$ 50 millones con respecto a igual período del año anterior. El principal factor que explica este fenómeno es un menor ingreso neto por turismo, puesto que los ingresos por ese concepto se mantuvieron prácticamente constantes frente a egresos que se incrementaron aproximadamente en 23%. (Cuadro 21)

Aun cuando los servicios financieros presentaron un saldo negativo de US$ 742 millones en el semestre, esto significó un menor egreso neto de US$ 31 millones respecto a igual periodo de 1994. Ello se debió a que los aumentos en los intereses pagados por pasivos externos y en las utilidades y dividendos de la inversión extranjera fueron más que compensados por un mayor ingreso por intereses percibidos por las reservas internacionales. Es así como los aumentos en las tasas de interés en los mercados internacionales impactaron en mayor medida a los intereses recibidos que a los pagados, registrándose en el período un mejoramiento por concepto de intereses netos de US$ 81 millones. Por su parte, el incremento de US$ 48 millones por utilidades y dividendos de la inversión extranjera, respecto al primer semestre de 1994, se concentró en aquéllas correspondientes a inversiones en ADR, Capítulo XIX y fondos de inversión. (Cuadro 22)

V.2 La cuenta de capitales.

Durante el primer semestre de 1995, la cuenta de capitales salvo reservas registró un flujo de US$ 684 millones, lo que contrasta fuertemente con los resultados de ambos semestres del año anterior, en particular, del segundo. En cuanto a su composición, los flujos de capitales de mediano y largo plazo, incluyendo la inversión extranjera, aportaron US$ 988 millones de ingresos, en tanto los capitales de corto plazo registraron un egreso neto de US$ 304 millones. (Cuadro 17)

La inversión extranjera neta registró un nivel de US$ 689 millones en el semestre, cifra inferior en US$ 148 millones y US$ 367 millones, respectivamente, a la del primer y segundo semestre de 1994. Lo anterior resultó principalmente de la caída que experimentaron los ingresos por inversión de cartera a través de ADR, los que disminuyeron fuertemente en el primer trimestre de 1995, para tornarse negativos en el segundo.

La inversión directa, por el contrario, se incrementó tanto respecto al semestre precedente como a igual período del año anterior. Aquélla proveniente del exterior mantuvo un nivel bastante significativo, con un incremento de US$ 73 millones con respecto al último semestre de 1994, en tanto la inversión al

exterior disminuyó considerablemente respecto a ese período. Si a la inversión extranjera directa proveniente del exterior se le suma el ingreso neto de créditos externos asociados, se observa un nivel aun mayor al del último semestre de 1994. Importantes proyectos del sector minería que se encuentran en ejecución, entre los que se cuenta el proyecto El Abra, entraron en la fase de ingreso de capitales vía créditos, dado que los aportes de capital en su gran mayoría fueron ingresados en el año 1994. En cuanto a la inversión al exterior, los problemas presentados por las economías latinoamericanas en el período repercutieron en alguna medida en el menor egreso del período.

Como se señalara, la inversión de cartera se tornó negativa en el período, afectada también por los impactos en los mercados internacionales de las crisis latinoamericanas. Es así como se observa una caída drástica en las inversiones del exterior, tanto con respecto a igual semestre del año anterior como al semestre precedente. Durante el primer semestre del año se registraron egresos de capitales por concepto de ADR y fondos de inversión. Las inversiones de cartera al exterior, por su parte, muestran un ingreso por repatriación de capitales.

Los flujos de capitales de mediano plazo distintos de inversión, que se refieren principalmente a créditos externos, presentaron un flujo neto positivo de US$ 299 millones durante el primer semestre de 1995, bastante inferior al registrado en el semestre precedente. Si se excluyen los créditos asociados a la inversión extranjera, los ingresos netos por este concepto se vuelven negativos. En ello influyeron el aumento en las amortizaciones debido al inicio del pago de los créditos contratados los años 1983-1985 por concepto del programa financiero de apoyo a la balanza de pagos, así como menores ingresos por otros créditos externos.

Si se analizan los flujos de capitales de mediano y largo plazo por sectores institucionales, se puede establecer que el sector público presentó un flujo negativo de US$ 350 millones, el sector bancario un flujo positivo de sólo US$ 13 millones, en tanto que el sector privado no bancario registró un ingreso de US$ 1.325 millones, el que se repartió casi equitativamente entre inversión extranjera y créditos externos.

Los flujos de capitales de corto plazo del primer semestre fueron negativos por US$ 304 millones, lo que obedeció a una caída de US$ 1.011 millones en las lineas de financiamiento comercial bancario. No obstante el crecimiento del comercio exterior, la recomposición de la cartera de pasivos que empezó a realizarse por el sistema financiero en el primer trimestre en función de la mayor liquidez en el mercado interno y de los costos de financiamiento, llevó a una sustitución de financiamiento externo por interno, lo que derivó en una caída de las líneas de corto plazo tanto en el primero como en el segundo trimestre.

Los flujos netos comerciales directos, que tradicionalmente presentan flujos negativos en el primer trimestre del año debido a la estacionalidad de las exportaciones distintas de cobre, fueron neutralizados por flujos positivos en ambos trimestres provenientes de una disminución de activos externos netos del

sector privado, que constituyen otra fuente de financiamiento de balanza de pagos.

V.3 Reservas internacionales y deuda externa.

Al 31 de agosto las reservas internacionales alcanzaron un monto de US$ 14.937 millones con un crecimiento en los primeros ocho meses del año de US$ 1.471 millones. Este incremento se originó en un superávit en balanza de pagos de US$ 1.209 millones y en una revalorización de stocks por efecto de cambio de paridades de las monedas y precio de los instrumentos de reservas por US$ 262 millones. El stock de reservas internacionales incluye US$ 881 millones por concepto del encaje mantenido en el Banco Central por los créditos externos, el que presentó un flujo negativo en el período por US$ 116 millones. (Cuadro 23)

La deuda externa a julio presentó una disminución de US$ 295 millones producto de flujos netos al exterior por US$ 552 millones y de un ajuste positivo por efecto del cambio en las paridades cambiarias por US$ 257 millones. La deuda de mediano y largo plazo creció en US$ 604 millones, por efecto del endeudamiento del sector privado por US$ 795 millones, en tanto que el sector público se desendeudó en US$ 191 millones, incluyendo el ajuste positivo de US$ 209 millones. La deuda de corto plazo, en tanto, decreció en US$ 899 millones, producto del fuerte desendeudamiento del sector privado bancario en líneas de corto plazo. Respecto al origen de los recursos, continúa el acceso a fuentes bancarias de financiamiento, las que, en el semestre, aportaron el 52% del total ingresado en créditos de mediano plazo. (Cuadro 24)

A julio del presente año se efectuaron amortizaciones por US$ 1.162 millones, lo que significó un incremento del orden de US$ 333 millones respecto a igual período del año anterior. El aumento en las amortizaciones de la deuda externa de mediano y largo plazo obedeció tanto a mayores pagos del sector público como del sector privado. En efecto, durante el período las amortizaciones de los créditos otorgados al Banco Central en el período 1983-1985 por concepto de apoyo a balanza de pagos fueron de US$ 218 millones. En el caso del sector privado, el incremento se debió a prepagos de créditos asociados al DL 600.

CUADROS ESTADÍSTICOS

Cuadro 1

PROYECCIONES MACROECONÓMICAS PARA 1995 Y 1996

Especificación	1994	1995	1996
		(Variaciones porcentuales)	
1. Producto interno bruto	4,2	7,0	6,0
2. Indice de precios al consumidor	8,9	± 8,0	± 6,5
3. Volumen de las exportaciones de bienes	11,4	12,5	9,5
a) Cobre	5,9	15,0	12,0
b) No cobre	14,5	11,5	8,0
		(Porcentajes del PIB)	
4. Déficit en cuenta corriente a precios corrientes	1,4	-1,0	2,0
5. Déficit en cuenta corriente a precios de tendencia	2,3	3,0	3,0
6. Formación bruta de capital fijo a precios constantes	26,3	26,5	26,5
		(Millones de US$)	
7. Saldo de balanza comercial	660	2.000	750
		(Centavos de US$ por libra)	
8. Precio por libra de cobre fino	105,5	132,5	115,0

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 2

BALANZA DE PAGOS: CIFRAS ANUALES

(Millones de dólares)

Especificación	Efectiva 1994	Proyectada 1995	Proyectada 1996
I. CUENTA CORRIENTE	**-753**	**500**	**-1.500**
A. Balanza comercial	660	2.000	900
1. Exportaciones FOB	11.539	15.900	16.500
2. Importaciones FOB	-10.879	-13.900	-15.600
B. Servicios no financieros	20	-50	-300
Créditos	2.845	3.400	3.650
Débitos	-2.825	-3.450	-3.950
C. Servicios financieros	-1.772	-1.850	-2.500
Intereses netos	-684	-600	-900
Utilidades	-1.088	-1.250	-1.600
D. Transferencias	340	400	400
II. CUENTA DE CAPITALES, SALVO RESERVAS	**4.518**	**1.950**	**4.000**
A. Capitales de mediano y largo plazo	3.237	1.900	3.350
1. Inversión extranjera (1)	1.893	950	2.050
a) Directa	870	1.400	1.850
Del exterior	1.796	1.900	2.400
Al exterior	-926	-500	-550
b) De cartera	1.022	-450	200
Del exterior	1.373	-300	500
Al exterior	-351	-150	-300
2. Desembolsos créditos DL 600	1.000	1.300	1.400
3. Otros desembolsos	1.846	1.700	1.800
4. Amortizaciones	-1.402	-2.050	-1.800
5. Otros (2)	-99	0	-100
B. Capitales de corto plazo	1.281	50	650
1. Líneas comerciales bancarias	192	750	250
2. Otros (3)	1.089	-700	400
III. ERRORES Y OMISIONES	**-571**	**-500**	**0**
IV. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	**3.194**	**1.950**	**2.500**

(1) Incluye inversión directa vía DL 600, aportes de capital a través del Capítulo XIV, ADR, fondos de inversión, Capítulo XIX e inversiones al exterior.
(2) Incluye pago de reversión de retiming en 1994 y 1995, financiamiento por leasing y variación de activos externos y operaciones por rescate de deuda externa contabilizada a valor de flujo.
(3) Incluye contrapartida por operaciones de rescate de deuda externa.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 3

ÍNDICES DE PRECIOS

Fecha	AL CONSUMIDOR (Base: Abril 1989 = 100)			AL POR MAYOR (Base: Junio 1992 = 100)		
	Indice	**Variaciones**		**Indice**	**Variaciones**	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1990 Promedio	132,63	-	27,3 (*)	74,84	-	25,7 (*)
1991 Promedio	161,52	-	18,7 (*)	90,95	-	16,5 (*)
1992 Promedio	186,44	-	12,7 (*)	101,61	-	8,9 (*)
1993 Promedio	210,17	-	12,2 (*)	110,32	-	6,7 (*)
1994 Promedio	234,22	-	8,9 (*)	118,82	-	7,8 (*)
1994						
Enero	224,89	1,0	13,2	114,20	0,1	7,8
Febrero	225,59	0,3	13,1	114,46	0,2	8,3
Marzo	228,13	1,1	13,7	115,81	1,2	8,5
Abril	229,25	0,5	12,7	115,92	0,1	7,3
Mayo	232,52	1,4	12,7	117,01	0,9	6,8
Junio	233,76	0,5	12,7	118,28	1,1	7,6
Julio	235,16	0,6	12,3	118,99	0,6	7,6
Agosto	237,77	1,1	11,2	120,79	1,5	7,8
Septiembre	238,94	0,5	10,4	121,75	0,8	7,9
Octubre	240,35	0,6	8,3	122,10	0,3	6,9
Noviembre	241,80	0,6	8,9	123,46	1,1	8,3
Diciembre	242,48	0,3	8,9	123,09	-0,3	7,8
1995						
Enero	244,02	0,6	8,5	123,53	0,4	8,2
Febrero	245,25	0,5	8,7	124,31	0,6	8,6
Marzo	246,75	0,6	8,2	126,47	1,7	9,2
Abril	248,25	0,6	8,3	126,82	0,3	9,4
Mayo	249,77	0,6	7,4	125,80	-0,8	7,5
Junio	251,61	0,7	7,6	125,04	-0,6	5,7
Julio	253,71	0,8	7,9	126,08	0,8	6,0
Agosto	257,88	1,6	8,5	127,46	1,1	5,5

(*) Variación diciembre a diciembre.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 4

PRINCIPALES AGREGADOS MONETARIOS

(Variaciones nominales porcentuales)

Fecha	Mes				Año (1)				12 Meses			
	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7	E	C	M1A	M7
1994												
Enero	-1,0	0,3	5,1	1,4	-1,0	0,3	5,1	1,4	16,5	19,5	17,3	23,9
Febrero	2,4	2,7	-1,6	1,5	1,4	3,0	3,4	2,9	7,4	16,1	13,9	25,0
Marzo	-2,2	-0,3	0,2	1,0	-0,9	2,6	3,6	4,0	13,2	16,3	13,9	25,0
Abril	0,6	-2,5	-2,1	0,1	-0,3	0,1	1,4	4,1	13,1	13,6	10,9	23,0
Mayo	0,5	-0,4	0,4	0,6	0,2	-0,3	1,8	4,8	11,5	14,5	13,8	22,5
Junio	-3,3	-0,5	0,4	1,4	-3,0	-0,8	2,3	6,3	12,7	14,7	15,7	21,3
Julio	2,2	-1,0	-0,7	2,2	-0,8	-1,8	1,5	8,6	12,3	14,3	16,9	21,3
Agosto	-1,2	-2,2	0,2	1,5	-2,1	-3,9	1,7	10,3	13,7	13,2	18,0	21,2
Septiembre	3,3	5,6	2,1	1,4	1,2	1,5	3,9	11,8	14,8	14,6	19,9	20,7
Octubre	-1,0	-2,0	2,2	2,0	0,2	-0,5	6,1	14,1	14,4	14,6	21,4	20,1
Noviembre	4,0	1,4	3,5	2,1	4,1	0,8	9,9	16,5	16,5	16,8	26,3	19,9
Diciembre	8,8	14,8	11,5	2,2	13,3	15,8	22,5	19,1	13,3	15,8	22,5	19,1
1995												
Enero	2,0	-1,2	3,4	1,8	2,0	-1,2	3,4	1,8	16,7	14,1	20,4	19,5
Febrero	2,7	3,4	0,4	1,6	4,7	2,2	3,8	3,5	17,0	14,9	22,9	19,7
Marzo	-2,5	-1,0	-0,1	1,7	2,1	1,1	3,6	5,3	16,6	14,1	22,5	20,5
Abril	3,6	-0,4	-0,3	1,1	5,8	0,7	3,3	6,4	20,2	16,5	24,7	21,7
Mayo (2)	0,0	-1,1	1,8	1,4	5,8	-0,4	5,2	7,9	19,5	15,6	26,6	22,7
Junio (2)	-2,4	2,3	0,9	2,1	3,2	1,8	6,1	10,1	20,6	18,8	27,1	23,4
Julio (2)	1,7	-2,4	-3,1	1,1	5,0	-0,6	2,8	11,4	19,9	17,2	24,1	22,1
Agosto (2)	-0,4	-2,0	-1,3	1,6	4,6	-2,5	1,5	13,1	20,9	17,4	22,3	22,1

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 5.0

BALANCE RESUMIDO DEL BANCO CENTRAL

(Millones de dólares de fines de 1994)

Especificación	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
ACTIVOS	**10.120**	**13.609**	**16.636**	**18.016**	**18.594**	**19.111**	**19.285**	**19.661**	**21.581**
I. Activos externos netos (1)	-1.210	2.135	5.129	7.652	8.424	10.481	11.545	12.296	14.716
- Reservas internacionales netas	4.305	7.448	8.649	11.078	11.746	13.467	13.999	14.988	16.950
II. Sector público	7.850	7.267	7.012	5.788	5.734	4.315	3.568	3.101	2.554
- Pagarés fiscales	9.397	9.696	9.226	8.994	9.005	7.844	7.470	7.504	7.276
III. Crédito subordinado (2)	3.669	3.716	3.763	3.900	4.050	4.051	4.025	4.128	4.252
IV. Otros	-189	490	732	675	386	264	148	137	59
PASIVOS Y CAPITAL	**10.120**	**13.609**	**16.636**	**18.016**	**18.594**	**19.111**	**19.285**	**19.661**	**21.581**
I. Pagarés	6.497	9.870	12.539	14.079	14.660	16.350	16.659	17.117	19.098
II. Emisión	1.417	1.542	1.869	1.809	1.816	2.095	2.124	2.178	2.349
III. Capital y reservas	2.205	2.196	2.228	2.128	2.118	666	503	366	133

(1) Incluye reservas internacionales netas, menos pasivos externos de mediano y largo plazo, menos depósitos por encaje y otros del sistema financiero.

(2) Neto de letras emitidas por este concepto.

Fuente: Hasta junio de 1995, contabilidad del Banco Central de Chile; años 1995 y 1996 saldo del año anterior más flujos de cuadros 5.4 y 5.7.

Cuadro 5.1

RESULTADOS DE CAJA DEL BANCO CENTRAL (1)
(Millones de dólares de fines de 1994)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
INTERESES BRUTOS	**-135**	**365**	**286**	**416**	**430**	**186**	**445**	**555**
I. Activos externos netos	-169	118	279	299	337	206	488	623
- Reservas internacionales netas	376	506	486	430	442	265	613	733
II. Sector público	9	227	-7	79	23	-63	-86	-149
- Pagarés fiscales	157	418	153	143	132	6	88	83
III. Crédito subordinado	25	20	15	39	70	42	43	81
COSTO DE FONDOS (2)	**802**	**774**	**795**	**916**	**944**	**515**	**1.086**	**1.158**
RESULTADO DE CAJA	**-937**	**-409**	**-509**	**-500**	**-513**	**-329**	**-642**	**-603**

(1) Considera intereses pagados y capitalizados en forma normal. Se deducen capitalizaciones de intereses bajo co diciones legales especiales.
(2) Corresponde a los costos de los pasivos menos los ingresos netos por otros activos netos.

Fuente: Cuadro 5.5 con ajustes.

Cuadro 5.2

RESULTADOS DE CAJA DEL BANCO CENTRAL

(Tasas de rendimiento en porcentajes)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
INTERESES BRUTOS	**-1,1**	**2,5**	**1,7**	**2,4**	**2,3**	**2,0**	**2,3**	**2,7**
I. Activos externos netos	-30,7	3,3	4,5	3,8	3,6	3,8	4,4	4,7
- Reservas internacionales netas	6,6	6,5	5,1	3,8	3,6	3,9	4,4	4,7
II. Sector público	0,1	3,2	-0,1	1,4	0,5	-3,2	-2,3	-5,1
- Pagarés fiscales	1,7	4,5	1,7	1,6	1,6	0,2	1,1	1,1
III. Crédito subordinado	0,7	0,5	0,4	1,0	1,7	2,1	1,1	2,0
COSTO DE FONDOS	**7,1**	**5,5**	**4,9**	**5,3**	**5,2**	**5,6**	**5,8**	**5,8**

Fuente: Cuadros 5.0 y 5.1.

Cuadro 5.3

RESULTADOS DE CAJA DEL BANCO CENTRAL
NETOS DE COSTO DE FONDOS
(Millones de dólares de fines de 1994)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
INTERESES NETOS	**-937**	**-409**	**-509**	**-500**	**-513**	**-329**	**-642**	**-603**
I. Activos externos netos	-201	-76	-27	-115	-144	-92	-182	-139
- Reservas internacionales netas	-26	76	15	-159	-200	-107	-201	-168
II. Sector público	-508	-154	-313	-218	-232	-170	-274	-309
- Pagarés fiscales	-497	-87	-282	-321	-297	-202	-333	-334
III. Crédito subordinado	-228	-180	-168	-166	-137	-67	-186	-155

Fuente: Cuadro 5.1, prorrateando los costos de fondos.

Cuadro 5.4

PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL BANCO CENTRAL: INCLUYE INTERESES Y REAJUSTES

(Millones de dólares de fines de 1994)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
GANANCIAS NETAS ACTIVOS	**375**	**403**	**382**	**745**	**-988**	**149**	**488**	**721**
I. Activos externos netos	-173	18	226	411	-717	136	281	403
- Reservas internacionales netas	190	114	233	468	-1.180	-57	174	439
II. Sector público	339	60	-166	117	-570	-124	-31	110
- Pagarés fiscales	455	126	-99	130	-985	-332	-76	257
III. Crédito subordinado	189	178	178	227	193	97	201	205
IV. Otros	19	147	143	-10	106	40	37	4
PÉRDIDAS NETAS PASIVOS Y RESULTADOS	**375**	**403**	**382**	**745**	**-988**	**149**	**488**	**721**
I. Pagarés	711	598	675	935	608	373	942	1.087
II. Emisión	-327	-227	-193	-181	-145	-61	-154	-134
III. Resultado total intereses y reajustes	-9	32	-101	-9	-1.452	-164	-301	-232

Fuente: Cuadros 5.5 y 5.6.

Cuadro 5.5

PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL BANCO CENTRAL: INTERESES NETOS

(Millones de dólares de fines de 1994)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
INTERESES NETOS ACTIVOS	**450**	**700**	**721**	**708**	**762**	**473**	**945**	**997**
I. Activos externos netos	-169	118	279	299	337	206	488	623
- Reservas internacionales netas	376	506	486	430	442	265	613	733
II. Sector público	561	426	201	208	228	166	257	174
- Pagarés fiscales	709	617	361	272	337	235	431	407
III. Crédito subordinado	180	182	186	203	204	99	201	205
IV. Otros (*)	-122	-26	56	-1	-7	1	-1	-6
INTERESES NETOS PASIVOS Y RESULTADOS	**450**	**700**	**721**	**708**	**762**	**473**	**945**	**997**
I. Pagarés	670	681	793	891	940	519	1.071	1.124
II. Emisión	21	52	48	26	18	7	11	8
III. Resultado total intereses	-241	-33	-120	-209	-196	-53	-137	-135

(*) Incluye costos no financieros.

Fuente: Hasta junio de 1995, contabilidad del Banco Central de Chile; años 1995 y 1996 estimados en base a supuestos macroeconómicos.

Cuadro 5.6

PÉRDIDAS Y GANANCIAS DEL BANCO CENTRAL: REAJUSTES REALES (1)

(Millones de dólares de fines de 1994)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
REAJUSTES NETOS ACTIVOS	**-75**	**-298**	**-339**	**37**	**-1.751**	**-324**	**-458**	**-276**
I. Activos externos netos (2)	-3	-100	-53	112	-1.055	-71	-207	-221
- Reservas internacionales netas (1)	-186	-392	-253	39	-1.622	-321	-439	-294
II. Sector público	-222	-367	-366	-90	-798	-290	-288	-65
- Pagarés fiscales	-254	-491	-460	-142	-1.322	-568	-507	-150
III. Crédito subordinado	9	-5	-7	24	-11	-3	0	0
IV. Otros	141	174	88	-9	113	39	38	10
REAJUSTES NETOS PASIVOS Y RESULTADOS	**-75**	**-298**	**-339**	**37**	**-1.751**	**-324**	**-458**	**-276**
I. Pagarés	40	-83	-117	44	-332	-146	-129	-37
II. Emisión	-348	-279	-241	-207	-162	-68	-164	-143
III. Resultado total reajustes	232	65	19	200	-1.256	-110	-164	-97

(1) Incluye variaciones de valor real por los reajustes que difieren del IPC más castigos.
(2) Incluye efecto por cambio de paridades entre divisas.

Fuente: Hasta junio de 1995, contabilidad del Banco Central de Chile; años 1995 y 1996 estimados en base a supuestos macroeconómicos.

Cuadro 5.7

FLUJOS DE FONDOS DEL BANCO CENTRAL
(Millones de dólares de fines de 1994)

Especificación	1990	1991	1992	1993	1994	Jun-95	1995	1996
EXPANSIÓN NETA (ACTIVOS)	**3.114**	**2.625**	**997**	**-167**	**1.506**	**25**	**63**	**1.198**
I. Activos externos netos	3.517	2.976	2.298	361	2.774	928	1.534	2.018
- Reservas internacionales netas	2.953	1.088	2.196	199	2.901	590	1.348	1.522
II. Sector público	-922	-315	-1.059	-171	-849	-623	-1.182	-657
- Pagarés fiscales	-157	-596	-133	-119	-176	-42	-265	-485
III. Crédito subordinado	-142	-130	-41	-78	-191	-123	-124	-81
IV. Otros	660	95	-200	-279	-228	-156	-165	-81
ABSORCIÓN NETA Y EMISIÓN	**3.114**	**2.625**	**997**	**-167**	**1.506**	**25**	**63**	**1.198**
I. Pagarés	2.662	2.071	864	-353	1.081	-64	-174	894
II. Expansión neta total (emisión)	452	554	133	187	425	89	236	305

Fuente: Hasta 1995 corresponde a las variaciones de saldos (cuadro 5.0) menos resultados (cuadro 5.4). Los años 1995 y 1996 se proyectan de acuerdo con el programa monetario.

Cuadro 6

TIPO DE CAMBIO OBSERVADO REAL

(Base: Promedio 1986 = 100)

Fecha	INDICE TOTAL (1)			INDICE SIN AMERICA LATINA (2)		
	Indice	Variación porcentual		Indice	Variación porcentual	
		Mes	Año (3)		Mes	Año (3)
1990 Promedio	112,7	-	3,8 (4)	99,2	-	-2,5 (4)
1991 Promedio	106,4	-	-5,6 (4)	95,5	-	-3,8 (4)
1992 Promedio	97,6	-	-8,3 (4)	88,4	-	-7,4 (4)
1993 Promedio	96,9	-	-0,8 (4)	86,8	-	-1,7 (4)
1994 Promedio (5)	94,2	-	-2,7 (4)	83,0	-	-4,4 (4)
1994 (5)						
Enero	95,6	0,0	0,0	85,0	-0,2	-0,2
Febrero	95,9	0,3	0,3	85,3	0,4	0,2
Marzo	96,3	0,4	0,7	85,4	0,2	0,4
Abril	94,5	-1,8	-1,1	84,1	-1,6	-1,2
Mayo	93,5	-1,1	-2,2	83,5	-0,7	-1,9
Junio	93,0	-0,6	-2,7	83,0	-0,6	-2,5
Julio	94,9	2,1	-0,7	83,9	1,2	-1,4
Agosto	94,6	-0,3	-1,0	82,9	-1,2	-2,5
Septiembre	94,1	-0,6	-1,6	82,0	-1,1	-3,6
Octubre	94,0	-0,1	-1,7	81,7	-0,5	-4,1
Noviembre	94,0	0,0	-1,6	81,4	-0,3	-4,4
Diciembre	90,7	-3,6	-5,2	78,3	-3,8	-8,0
1995 (5)						
Enero	92,0	1,5	1,5	79,5	1,5	1,5
Febrero	93,7	1,9	3,4	81,1	2,0	3,6
Marzo	94,4	0,7	4,1	82,5	1,7	5,3
Abril	92,2	-2,3	1,7	80,9	-2,0	3,3
Mayo	87,4	-5,2	-3,6	76,6	-5,2	-2,1
Junio	86,2	-1,4	-4,9	75,6	-1,3	-3,4
Julio	86,4	0,3	-4,7	75,7	0,1	-3,3

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

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

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

(4) Variación media anual.

(5) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile

Cuadro 7

TASAS DE INTERÉS DE LOS INSTRUMENTOS DEL BANCO CENTRAL

(Tasas promedio de corte anual sobre UF)

Fecha	PRBC	PRC					
	90 días	4 años (1)	8 años	10 años	12 años	14 años	20 años
1994							
Enero	6,5	6,5	6,3	6,3	6,2	6,2	6,1
Febrero	6,5	(-)	6,1	6,1	6,0	6,0	5,9
Marzo	6,5	(-)	6,1	6,1	6,0	6,0	5,9
Abril	6,5	(-)	6,1	6,1	6,1	6,0	5,9
Mayo	6,5	(-)	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8
Junio	6,5	(-)	6,1	6,0	5,9	5,9	5,8
Julio	6,5	(-)	6,1	6,1	6,0	6,0	5,9
Agosto	6,5	(-)	6,1	6,1	6,0	6,0	5,9
Septiembre	6,5	(-)	6,1	6,0	6,0	6,0	5,9
Octubre	6,4	(-)	6,0	6,0	6,0	6,0	5,9
Noviembre	6,1	(-)	5,9	6,0	6,0	5,9	5,9
Diciembre	6,1	(-)	5,8	5,9	5,9	5,9	5,8
Promedio	**6,4**	**6,5**	**6,1**	**6,0**	**6,0**	**6,0**	**5,9**
1995							
Enero	6,1	(-)	6,0	6,0	5,9	5,9	5,9
Febrero	6,1	(-)	6,1	6,2	6,1	6,1	6,0
Marzo	6,1	(-)	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Abril	6,1	(-)	6,3	6,3	6,3	6,3	6,3
Mayo	6,0	(-)	6,2	6,2	6,2	6,2	6,2
Junio	5,9	(-)	6,0	6,0	6,0	6,0	5,9
Julio	5,7	(-)	5,7	5,7	5,7	5,7	5,6
Agosto	5,7	(-)	5,9	6,0	5,9	5,9	5,8
Promedio (2)	**6,0**	**(-)**	**6,1**	**6,1**	**6,1**	**6,1**	**6,0**

(1) A contar del 1 de febrero de 1994, el Banco Central suspendió la licitación de PRC a cuatro años.
(2) Promedio de los primeros ocho meses.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 8

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

(Promedios mensuales)

Fecha			
1989 Promedio	6,8	9,4	2,7
1990 Promedio	9,4	13,3	3,8
1991 Promedio	5,4	8,5	3,1
1992 Promedio	5,3	8,1	2,9
1993 Promedio	6,4	9,2	2,8
1994 Promedio	6,4	9,3	2,9
1995 Promedio (*)	5,7	8,5	2,8
1994			
Enero	6,6	9,4	2,8
Febrero	6,7	9,7	3,0
Marzo	6,6	9,6	2,9
Abril	6,6	9,4	2,8
Mayo	6,6	9,5	2,9
Junio	6,5	9,5	3,0
Julio	6,4	9,2	2,9
Agosto	6,3	9,3	2,9
Septiembre	6,3	9,1	2,9
Octubre	6,1	9,0	2,9
Noviembre	6,0	8,8	2,8
Diciembre	5,9	8,8	2,9
1995			
Enero	5,9	8,8	2,9
Febrero	5,9	8,7	2,8
Marzo	5,9	8,7	2,8
Abril	5,9	8,7	2,8
Mayo	5,9	8,6	2,7
Junio	5,5	8,3	2,8
Julio	5,4	8,2	2,8
Agosto	5,4	8,0	2,6

(*) Promedio a agosto.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 9

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

(Miles de millones de pesos)

Especificación	1994	1995								
	Ene.-Ago.	Ene.	Feb.	Mar.	Abr.	May.	Jun.	Jul.	Ago.	Ene.-Ago.
I. FISCO (2)	**-184**	**7**	**1**	**-4**	**-6**	**3**	**4**	**-3**	**6**	**7**
II. SECTOR FINANCIERO Y RESTO SECTOR PÚBLICO	**168**	**11**	**22**	**-19**	**38**	**-3**	**-26**	**18**	**-9**	**32**
1. Compras netas de moneda extranjera	188	60	30	21	18	26	27	33	38	253
2. Crédito en moneda nacional	-20	-50	-7	-40	20	-29	-53	-15	-47	-221
III. EMISIÓN	**-16**	**17**	**23**	**-23**	**32**	**0**	**-22**	**15**	**-4**	**39**
- Circulante	-19	-7	19	-6	-2	-7	13	-14	-12	-15
- Encaje	4	24	4	-17	34	6	-35	29	8	54

(1) Calculadas como diferencias de promedios mensuales.

(2) Principalmente venta de dólares al Fisco que éste deposita en el Banco Central. No significa uso de reservas internacionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 10

COLOCACIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

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

Fecha	MONEDA NACIONAL (1) (Miles de millones de $)															MONEDA EXTRANJERA (2) (Millones de US$)					TOTAL (3) (Miles de millones de $)		
	Efectivas (4)	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Hipote-carias	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. mes	% Var. nom. 12 ms	% Var. real mes	% Var. real 12 ms	Efectivas	% Var. US$ mes	% Var. $ mes	% Var. $ 12 ms	% Var. real 12 ms	Total	% Var. nom. 12 ms	% Var. real 12 ms
1994																							
Enero	6.300	1,9	33,3	1,7	18,6	1.442	2,9	34,7	2,6	19,8	7.742	2,1	33,5	1,9	18,8	4.000	-3,2	-0,8	8,0	-3,9	9.467	28,0	13,9
Febrero	6.367	1,1	32,3	0,7	17,5	1.470	1,9	34,8	1,5	19,7	7.837	1,2	32,8	0,8	17,9	3.984	-0,4	-0,5	5,6	-6,3	9.553	26,9	12,7
Marzo	6.452	1,3	31,6	0,5	16,2	1.505	2,4	36,5	1,6	20,5	7.957	1,5	32,5	0,7	17,0	3.899	-2,1	-2,4	1,2	-10,7	9.632	25,7	11,0
Abril	6.556	1,6	29,9	1,1	14,6	1.542	2,4	37,6	1,9	21,4	8.098	1,8	31,3	1,2	15,9	3.764	-3,5	-4,0	-3,8	-15,1	9.705	23,9	9,3
Mayo	6.700	2,2	28,2	1,3	13,0	1.583	2,7	38,8	1,8	22,3	8.283	2,3	30,1	1,4	14,6	3.718	-1,2	-1,2	-4,0	-15,4	9.870	23,1	8,4
Junio	6.686	-0,2	25,3	-1,0	11,1	1.629	2,9	39,3	2,1	23,5	8.314	0,4	27,8	-0,4	13,3	3.671	-1,3	-2,3	-5,7	-16,4	9.866	21,0	7,3
Julio	6.770	1,3	24,4	0,1	10,4	1.682	3,3	39,7	2,1	24,0	8.452	1,7	27,2	0,5	12,9	3.698	0,7	-0,2	-5,0	-15,7	10.001	20,8	7,3
Agosto	6.857	1,3	23,9	0,7	10,1	1.744	3,6	40,9	3,1	25,2	8.600	1,8	27,0	1,2	12,9	3.779	2,2	3,1	-3,3	-14,1	10.198	21,0	7,6
Septiembre	6.903	0,7	22,1	0,0	9,1	1.812	3,9	42,7	3,2	27,5	8.714	1,3	25,9	0,6	12,5	3.866	2,3	1,3	-4,0	-14,2	10.334	20,0	7,2
Octubre	7.002	1,4	20,6	0,5	8,7	1.881	3,8	43,7	2,9	29,6	8.883	1,9	24,8	1,0	12,5	3.938	1,9	0,2	-4,2	-13,7	10.507	19,2	7,5
Noviembre	7.075	1,0	18,8	0,5	8,2	1.941	3,2	43,8	2,6	30,9	9.016	1,5	23,4	0,9	12,4	3.982	1,1	0,6	-4,6	-13,2	10.649	18,1	7,6
Diciembre	7.196	1,7	16,4	1,1	7,4	2.007	3,4	43,2	2,8	32,1	9.203	2,1	21,3	1,5	11,9	4.018	0,9	2,5	-3,7	-11,2	10.876	16,7	7,6
1995																							
Enero	7.225	0,4	14,7	-0,1	5,5	2.071	3,2	43,6	2,6	32,1	9.296	1,0	20,1	0,5	10,4	3.840	-4,4	-7,3	-10,0	-17,2	10.848	14,6	5,4
Febrero	7.280	0,8	14,3	0,4	5,2	2.137	3,2	45,4	2,8	33,7	9.417	1,3	20,2	0,9	10,5	3.736	-2,7	-1,3	-10,8	-17,9	10.948	14,6	5,4
Marzo	7.367	1,2	14,2	0,6	5,2	2.187	2,3	45,3	1,7	33,9	9.553	1,5	20,1	0,9	10,6	3.726	-0,3	-0,1	-8,6	-15,8	11.084	15,1	6,1
Abril	7.501	1,8	14,4	1,3	5,5	2.245	2,7	45,6	2,2	34,3	9.746	2,0	20,4	1,5	11,0	3.673	-1,4	-2,7	-7,4	-14,6	11.234	15,8	6,7
Mayo (5)	7.640	1,8	14,0	1,2	5,5	2.298	2,4	45,2	1,7	34,2	9.938	2,0	20,0	1,3	11,0	3.728	1,5	-2,8	-8,8	-15,7	11.385	15,3	6,7
Junio (5)	7.637	0,0	14,2	-0,6	5,8	2.361	2,7	45,0	2,1	34,3	9.998	0,6	20,3	0,0	11,4	3.855	3,4	0,2	-6,5	-13,4	11.449	16,0	7,5
Julio (5)	7.709	0,9	13,9	0,3	6,0	2.411	2,1	43,3	1,5	33,4	10.120	1,2	19,7	0,6	11,5	3.974	3,1	2,6	-3,9	-10,6	11.608	16,1	8,0
Agosto (5)	7.835	1,6	14,3	0,9	6,2	2.477	2,7	42,0	2,0	32,0	10.311	1,9	19,9	1,2	11,4	4.151	4,4	7,1	-0,3	-7,3	11.905	16,7	8,5

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

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

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

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

(5) Cifras provisionales.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 11

PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL

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

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

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 12

EVOLUCIÓN SECTORIAL DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO TRIMESTRAL (1)

(Variaciones porcentuales respecto a igual período del año anterior)

Sector	1994					1995 (2)		
	1er trim.	2do trim.	3er trim.	4to trim.	Año	1er trim.	2do trim.	1er sem.
Agropecuario y silvícola	4,0	6,5	6,1	14,0	6,9	5,6	4,0	5,3
Pesca	21,3	20,5	20,3	11,7	18,8	13,5	7,8	10,9
Minería	0,2	1,6	4,8	4,1	2,7	-0,4	14,2	7,0
Industria manufacturera	5,5	5,5	0,4	0,4	2,9	4,6	4,7	4,7
Electricidad, gas y agua	4,5	3,0	2,7	8,0	4,5	6,7	6,3	6,5
Construcción	2,6	2,3	0,0	2,9	2,0	3,0	5,3	4,2
Comercio, hoteles y restaurantes	2,1	3,3	5,3	4,8	3,8	8,5	7,8	8,2
Transporte y comunicaciones	8,8	8,6	7,3	9,7	8,6	12,6	11,2	11,9
Servicios financieros	4,9	5,5	3,7	4,7	4,7	5,8	7,1	6,4
Propiedad de vivienda	2,7	2,8	3,0	3,1	2,9	2,8	2,9	2,9
Servicios personales (3)	3,6	3,6	3,3	3,2	3,4	2,5	2,7	2,6
Administración pública	0,5	0,7	0,7	1,0	0,7	1,3	1,6	1,4
Subtotal	**4,1**	**4,6**	**3,6**	**4,6**	**4,2**	**5,7**	**6,7**	**6,2**
Menos: Imputaciones bancarias	4,8	5,4	3,2	4,5	4,4	5,6	6,8	6,2
Más: IVA neto recaudado	4,5	3,7	3,8	4,0	4,0	6,9	7,0	6,9
Más: Derechos de importación	0,1	8,6	8,0	5,7	5,6	21,9	19,0	20,4
Total PIB	**3,8**	**4,7**	**4,0**	**4,6**	**4,2**	**6,7**	**7,5**	**7,1**

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 13

GASTO DEL PRODUCTO INTERNO BRUTO

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

Especificación	1994			1995
	I SEMESTRE	II SEMESTRE	AÑO	I SEMESTRE (2)
Gasto en consumo final de hogares e instituciones privadas sin fines de lucro	4,3	4,4	4,4	8,8
Gasto en consumo final de gobierno	2,3	2,4	2,3	2,4
Formación bruta de capital fijo	2,7	4,2	3,5	4,2
Exportación de bienes y servicios	8,3	8,1	8,2	11,8
Importación de bienes y servicios	4,0	6,1	5,1	19,5
Gasto del PIB	**4,2**	**4,3**	**4,2**	**7,1**

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

(2) Estimación preliminar.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 14

EMPLEO Y DESOCUPACIÓN EN TODO EL PAIS (1)

Promedios móviles trimestrales terminados en el mes que se indica

(Miles de personas)

Fecha	FUERZA DE TRABAJO		OCUPADOS		DESOCUPADOS						TASA DE DESOCU-
	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	Total	% Var. 12 meses	Buscan trab. por 1° vez	% Var. 12 meses	Cesantes	% Var. 12 meses	PACIÓN
1990 Promedio	4.671,8	1,7 (2)	4.391,7	2,0 (2)	280,1	-3,3 (2)	40,8	-16,0 (2)	239,4	-0,8 (2)	6,0
1991 Promedio	4.731,3	1,3 (2)	4.423,7	0,7 (2)	307,6	9,8 (2)	40,9	0,2 (2)	266,8	11,5 (2)	6,5
1992 Promedio	4.843,9	2,4 (2)	4.606,4	4,1 (2)	237,5	-22,8 (2)	37,6	-8,1 (2)	199,9	-25,0 (2)	4,9
1993 Promedio	5.095,0	5,2 (2)	4.860,1	5,5 (2)	234,9	-1,1 (2)	33,3	-11,2 (2)	201,5	0,8 (2)	4,6
1994 Promedio	5.212,5	2,3 (2)	4.904,4	0,9 (2)	308,1	31,2 (2)	39,2	17,6 (2)	268,9	33,4 (2)	5,9
1994											
Enero	5.254,2	4,4	5.000,6	3,9	253,6	15,8	37,5	5,4	216,2	17,8	4,8
Febrero	5.282,7	4,5	5.012,5	3,5	270,2	25,7	39,7	11,2	230,5	28,6	5,1
Marzo	5.257,1	3,9	4.985,2	3,1	271,8	20,6	38,9	13,6	233,0	21,9	5,2
Abril	5.241,4	3,6	4.962,2	2,6	279,2	25,9	39,3	20,8	239,9	26,7	5,3
Mayo	5.207,6	3,5	4.909,4	2,3	298,2	29,6	39,5	22,4	258,7	30,8	5,7
Junio	5.163,8	3,1	4.846,7	1,5	317,1	35,8	39,6	27,9	277,5	37,0	6,1
Julio	5.151,5	1,8	4.818,6	0,1	332,9	34,8	36,6	21,9	296,3	36,6	6,5
Agosto	5.150,7	0,6	4.813,9	-0,9	336,8	29,5	37,6	22,1	299,2	30,5	6,5
Septiembre	5.141,4	-0,4	4.798,9	-2,1	342,5	31,6	37,7	13,4	304,9	34,3	6,7
Octubre	5.181,0	0,3	4.835,3	-1,6	345,8	39,6	41,2	16,7	304,5	43,4	6,7
Noviembre	5.219,2	0,9	4.881,0	-1,3	338,2	50,1	40,4	21,0	297,8	55,2	6,5
Diciembre	5.299,5	1,5	4.988,3	0,1	311,3	33,3	42,6	17,8	268,7	36,1	5,9
1995											
Enero	5.314,0	1,1	5.012,4	0,2	301,6	18,9	46,6	24,3	255,0	18,0	5,7
Febrero	5.324,9	0,8	5.037,2	0,5	287,7	6,5	45,4	14,4	242,2	5,1	5,4
Marzo	5.295,1	0,7	5.007,2	0,4	287,8	5,9	41,3	6,4	246,5	5,8	5,4
Abril	5.268,6	0,5	4.991,8	0,6	276,8	-0,8	38,3	-2,5	238,6	-0,6	5,3
Mayo	5.218,5	0,2	4.925,3	0,3	293,2	-1,7	41,6	5,4	251,6	-2,7	5,6
Junio	5.190,7	0,5	4.891,1	0,9	299,5	-5,5	42,2	6,4	257,4	-7,3	5,8
Julio	5.181,7	0,6	4.875,1	1,2	306,6	-7,9	39,9	8,8	266,7	-10,0	5,9

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

(2) Variación media anual.

Fuente: Instituto Nacional de Estadísticas.

Cuadro 15

REAJUSTE INICIAL REAL CONVENIDO EN NEGOCIACIONES COLECTIVAS
(Porcentajes)

Período	SINDICATOS	GRUPOS	TOTAL
1993			
Enero-marzo	3,0	2,3	2,8
Abril-junio	2,7	3,9	3,0
Julio-septiembre	1,9	2,4	2,0
Octubre-diciembre	1,7	0,3	1,5
1994			
Enero-marzo	1,9	1,1	1,8
Abril-junio	1,7	0,6	1,5
Julio-septiembre	1,6	1,8	1,7
Octubre-diciembre	1,9	1,4	1,9
1995			
Enero-marzo	2,1	2,0	2,1
Abril-junio	2,2	2,0	2,2

Fuente: Dirección del Trabajo.

Cuadro 16 A

ÍNDICE DE REMUNERACIONES POR HORA

(Base: Abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (*)		
	Indice	Variación porcentual		Indice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1994						
Enero	115,62	1,7	-	104,56	0,7	-
Febrero	116,39	0,7	-	104,93	0,4	-
Marzo	117,44	0,9	-	104,70	-0,2	-
Abril	118,49	0,9	18,5	105,12	0,4	5,1
Mayo	118,31	-0,2	17,4	103,48	-1,6	4,2
Junio	120,26	1,6	17,2	104,63	1,1	3,9
Julio	121,12	0,7	17,8	104,75	0,1	4,9
Agosto	121,81	0,6	17,5	104,19	-0,5	5,7
Septiembre	123,86	1,7	16,9	105,43	1,2	5,8
Octubre	124,15	0,2	15,7	105,05	-0,4	6,8
Noviembre	124,85	0,6	15,3	105,01	0,0	5,9
Diciembre	129,07	3,4	13,5	108,26	3,1	4,2
1995						
Enero	130,03	0,7	12,5	108,37	0,1	3,6
Febrero	131,00	0,7	12,6	108,64	0,2	3,5
Marzo	132,41	1,1	12,7	109,14	0,5	4,2
Abril	133,77	1,0	12,9	109,59	0,4	4,3
Mayo	134,15	0,3	13,4	109,23	-0,3	5,6
Junio	135,95	1,3	13,0	109,89	0,6	5,0
Julio	136,36	0,3	12,6	109,31	-0,5	4,4

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

Cuadro 16 B

ÍNDICE DE COSTO DE LA MANO DE OBRA

(Base: Abril 1993 = 100)

Fecha	NOMINAL			REAL (*)		
	Indice	Variación porcentual		Indice	Variación porcentual	
		Mes	12 meses		Mes	12 meses
1994						
Enero	112,13	1,1	-	106,07	1,0	-
Febrero	112,67	0,5	-	106,34	0,3	-
Marzo	113,91	1,1	-	106,26	-0,1	-
Abril	115,55	1,4	15,6	107,69	1,3	7,7
Mayo	115,69	0,1	15,5	106,81	-0,8	8,2
Junio	117,32	1,4	16,1	107,15	0,3	7,9
Julio	117,90	0,5	17,5	107,04	-0,1	9,2
Agosto	118,59	0,6	17,1	106,06	-0,9	8,6
Septiembre	121,26	2,3	16,7	107,60	1,4	8,1
Octubre	121,01	-0,2	15,1	107,07	-0,5	7,7
Noviembre	122,00	0,8	14,8	106,75	-0,3	6,1
Diciembre	126,86	4,0	14,4	111,34	4,3	6,0
1995						
Enero	125,93	-0,7	12,3	110,13	-1,1	3,8
Febrero	126,60	0,5	12,4	110,02	-0,1	3,5
Marzo	128,05	1,1	12,4	109,38	-0,6	2,9
Abril	129,78	1,4	12,3	110,55	1,1	2,7
Mayo	130,27	0,4	12,6	111,87	1,2	4,7
Junio	131,52	1,0	12,1	113,63	1,6	6,0
Julio	132,16	0,5	12,1	113,24	-0,3	5,8

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

Cuadro 17

BALANZA DE PAGOS
(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993	1994	PRIMER SEMESTRE 1994	PRIMER SEMESTRE 1995
I. CUENTA CORRIENTE	**111**	**-699**	**-2.098**	**-753**	**-271**	**725**
A. Balanza comercial	1.588	771	-982	660	345	1.332
1. Exportaciones FOB	8.941	10.008	9.199	11.539	5.373	7.953
2. Importaciones FOB	-7.354	-9.237	-10.181	-10.879	-5.028	-6.621
B. Servicios no financieros	-8	-41	3	20	27	-20
Créditos	2.169	2.433	2.599	2.845	1.466	1.752
Débitos	-2.177	-2.474	-2.596	-2.825	-1.439	-1.772
C. Servicios financieros	-1.809	-1.860	-1.503	-1.772	-773	-742
Intereses netos	-1.167	-968	-711	-684	-413	-333
Utilidades netas	-643	-892	-792	-1.088	-361	-409
D. Transferencias	340	431	385	340	131	156
II. CUENTA DE CAPITALES, SALVO RESERVAS	**829**	**2.883**	**2.769**	**4.518**	**1.424**	**684**
A. Capitales de mediano y largo plazo	342	943	1.672	3.237	1.294	988
1. Inversión extranjera (1)	425	652	1.153	1.893	837	689
a) Directa	400	321	410	870	559	812
Del exterior	522	699	841	1.796	834	1.035
Al exterior	-122	-378	-431	-926	-276	-223
b) De cartera	25	332	743	1.022	278	-123
Del exterior	25	332	833	1.373	452	-161
Al exterior			-90	-351	-173	38
2. Desembolsos créditos DL 600	458	328	847	1.000	432	697
3. Otros desembolsos (2)	1.152	1.376	1.438	1.846	697	587
4. Amortizaciones	-985	-1.115	-1.462	-1.402	-639	-965
5. Otros (3)	-708	-299	-304	-99	-33	-20
B. Capitales de corto plazo	487	1.940	1.097	1.281	131	-304
1. Líneas comerciales bancarias	-295	1.556	214	192	-248	-1.011
2. Otros (4)	783	384	884	1.089	379	707
III. ERRORES Y OMISIONES	**298**	**315**	**-94**	**-571**	**-401**	**-525**
IV. SALDO DE LA BALANZA DE PAGOS	**1.238**	**2.498**	**578**	**3.194**	**752**	**884**

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 18

BALANZA COMERCIAL
(Enero-julio 1995)

Especificación	Millones de dólares				Variaciones porcentuales (1)			
	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero a julio	1er trim.	2do trim.	1er sem.	Enero a julio
SALDO DE LA BALANZA COMERCIAL	**597**	**168**	**765**	**661**				
Exportaciones totales (FOB)	**4.047**	**3.906**	**7.953**	**9.321**	**54,0**	**42,3**	**48,0**	**47,3**
Cobre	1.533	1.412	2.945	3.502	92,9	61,4	76,4	69,9
Otras principales (2)	1.345	1.226	2.571	2.989	39,1	33,4	36,3	39,6
Resto	1.170	1.268	2.437	2.830	35,0	33,2	34,0	33,2
Importaciones totales (FOB)	**3.184**	**3.437**	**6.621**	**8.005**	**33,3**	**30,2**	**31,7**	**34,1**
Importaciones totales (CIF)	**3.450**	**3.737**	**7.188**	**8.660**	**32,8**	**30,4**	**31,5**	**33,5**
Bienes de consumo	641	701	1.341	1.625	34,0	38,6	36,3	42,9
Bienes intermedios	1.837	2.078	3.915	4.670	40,1	41,3	40,8	39,0
Combustible	301	407	707	820	26,7	47,1	37,7	22,9
Resto	1.537	1.671	3.207	3.851	43,1	40,0	41,5	43,0
Bienes de capital	973	959	1.931	2.365	20,1	7,8	13,7	23,0

(1) Respecto al mismo período de 1994.
(2) Incluye hierro, salitre y yodo, plata, mineral de oro, fruta, harina de pescado, madera aserrada, rollizos y madera cepillada, celulosa, metanol, carbonato de litio, óxido y ferromolibdeno, oro metálico y metal doré.

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 19

EXPORTACIÓN DE BIENES

(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993	1994	A junio		A julio		Variación porcentual (1)				
					1994	1995 (2)	1994	1995 (2)	1992	1993	1994	a junio 95/94 (2)	a julio 95/94 (2)
Total	**8.941,4**	**10.007,5**	**9.198,7**	**11.538,9**	**5.372,9**	**7.952,5**	**6.326,7**	**9.321,1**	**11,9**	**-8,1**	**25,4**	**48,0**	**47,3**
Cobre	3.617,3	3.886,0	3.247,8	4.242,0	1.669,6	2.944,9	2.061,7	3.502,4	7,4	-16,4	30,6	76,4	69,9
Otros productos principales	2.800,5	3.108,0	2.736,9	3.470,1	1.885,3	2.570,6	2.140,7	2.988,8	11,0	-11,9	26,8	36,3	39,6
Hierro	157,4	135,3	112,2	124,4	69,1	53,9	78,6	65,4	-14,0	-17,1	10,9	-22,0	-16,8
Salitre y yodo	108,7	124,1	107,0	99,3	48,1	72,1	60,9	86,7	14,2	-13,8	-7,2	49,9	42,4
Plata metálica	59,1	88,8	81,1	114,7	51,5	58,5	62,6	74,7	50,3	-8,7	41,4	13,6	19,3
Minerales de oro	55,1	75,2	38,1	59,3	34,6	29,8	41,3	35,4	36,5	-49,3	55,6	-13,9	-14,3
Fruta fresca	937,9	967,8	845,0	878,5	768,5	707,7	789,0	736,6	3,2	-12,7	4,0	-7,9	-6,6
Harina de pescado	464,6	538,4	363,7	449,2	169,5	263,9	232,7	341,6	15,9	-32,4	23,5	55,7	46,8
Madera aserrada	162,6	130,9	170,5	174,0	80,4	111,5	93,5	131,0	-19,5	30,3	2,1	38,7	40,1
Rollizos y madera cepillada	79,0	79,7	152,5	152,8	75,9	97,5	90,7	109,5	0,9	91,3	0,2	28,5	20,7
Celulosa cruda	101,7	108,9	80,7	131,7	64,8	107,2	73,8	133,3	7,1	-25,9	63,2	65,4	80,6
Celulosa blanqueada	202,9	418,4	362,9	584,2	215,0	518,8	257,2	654,1	106,2	-13,3	61,0	141,3	154,3
Metanol	82,2	60,6	62,5	190,4	70,9	107,5	79,9	115,9	-26,3	3,1	204,6	51,6	45,1
Carbonato de litio	25,3	30,9	31,7	32,4	15,6	19,2	17,6	22,7	22,1	2,6	2,2	23,1	29,0
Oxido y ferromolibdeno	112,6	98,6	102,0	175,9	72,3	265,0	85,3	291,6	-12,4	3,4	72,5	266,5	241,9
Oro metal, doré y aleado	251,4	250,4	227,0	303,3	149,1	158,0	177,6	190,3	-0,4	-9,3	33,6	6,0	7,2
Resto	2.523,6	3.013,5	3.214,0	3.826,8	1.818,0	2.437,0	2.124,3	2.829,9	19,4	6,7	19,1	34,0	33,2
					Participación relativa (%)								
Cobre	40,5	38,8	35,3	36,8	31,1	37,0	32,6	37,6					
Otros productos principales	31,3	31,1	29,8	30,1	35,1	32,3	33,8	32,1					
Resto	28,2	30,1	34,9	33,2	33,8	30,6	33,6	30,4					
Total	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**	**100,0**					

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 20

EXPORTACIONES NO TRADICIONALES

(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993	1994	A junio		A julio		Variación porcentual				
					1994	1995	1994	1995	1992	1993	1994	a junio 95/94	a julio 95/94
Total (1)	**2.523,6**	**3.013,5**	**3.214,0**	**3.826,8**	**1.818,0**	**2.437,0**	**2.124,3**	**2.829,9**	**19,4**	**6,7**	**19,1**	**34,0**	**33,2**
Maíz	14,2	33,2	22,9	30,5	30,3	25,0	30,4	25,0	133,8	-31,0	33,2	-17,5	-17,8
Paltas	24,0	28,3	11,8	22,5	0,4	1,4	0,9	0,4	17,9	-58,3	90,7	250,0	-55,6
Semillas de hortalizas	16,1	22,9	24,4	23,4	14,4	19,8	16,3	21,6	42,2	6,6	-4,1	37,5	32,5
Pescados frescos enfriados y congelados	417,9	534,9	527,0	617,0	326,2	474,7	357,7	525,2	28,0	-1,5	17,1	45,5	46,8
(Salmón)	(136,6)	(216,5)	(224,4)	(250,3)	(155,3)	(242,1)	(168,8)	(260,6)	(58,5)	(3,6)	(11,5)	(55,9)	(54,4)
Moluscos frescos y congelados	19,3	28,5	41,9	65,6	21,6	39,8	26,0	48,4	47,7	47,0	56,6	84,3	86,2
Moluscos precocidos y conservados	57,9	64,5	96,8	55,0	27,2	26,8	31,0	31,5	11,4	50,1	-43,2	-1,5	1,6
Conservas de pescado	36,3	41,6	38,4	50,2	21,7	28,3	26,5	36,2	14,6	-7,7	30,7	30,4	36,6
Aceite de pescado	26,4	15,0	18,9	43,7	21,8	21,7	29,8	29,3	-43,2	26,0	131,2	-0,5	-1,7
Pasas	30,2	19,0	23,8	36,3	10,7	7,9	13,9	10,8	-37,1	25,3	52,5	-26,2	-22,3
Purés y jugos de tomate	43,8	54,2	50,3	71,4	33,3	68,8	41,2	77,1	23,7	-7,2	41,9	106,6	87,1
Fruta congelada sin azúcar	23,4	37,6	37,4	46,6	40,1	58,1	42,0	60,8	60,7	-0,5	24,6	44,9	44,8
Jugos de fruta	61,9	76,4	49,8	45,8	22,9	36,4	27,7	47,8	23,4	-34,8	-8,0	59,0	72,6
Conservas de fruta	25,5	35,0	39,6	44,5	22,0	30,2	25,6	34,1	37,3	13,1	12,4	37,3	33,2
Hortalizas deshidratadas	18,9	32,1	28,1	30,2	14,3	17,9	17,3	21,2	69,8	-12,5	7,5	25,2	22,5
Cames y despojos	30,6	25,9	20,8	29,2	13,3	13,4	15,3	14,6	-15,4	-19,7	40,4	0,8	-4,6
Caramelos y chocolates	27,7	38,2	37,6	46,7	21,1	17,5	26,0	23,1	37,9	-1,6	24,2	-17,1	-11,2
Sal marina y de mesa	8,1	7,5	9,5	25,6	9,8	6,3	11,2	6,3	-7,4	26,7	169,5	-35,7	-43,8
Vino embotellado	57,5	80,3	82,5	91,4	38,4	49,6	48,0	60,2	39,7	2,7	10,8	29,2	25,4
Los demás vinos	23,9	36,0	42,2	46,4	23,0	21,5	26,4	26,2	50,6	17,2	10,0	-6,5	-0,8
Tabaco en ramas	14,5	19,5	13,5	21,1	10,0	1,5	10,0	4,8	34,5	-30,8	56,3	-85,0	-52,0
Chips de madera	152,2	164,0	137,3	163,5	77,8	119,9	91,7	143,4	7,8	-16,3	19,1	54,1	56,4
Tableros de madera	20,1	17,9	38,9	59,4	25,6	28,7	29,9	33,9	-10,9	117,3	52,7	12,1	13,4
Muebles de madera	15,6	15,8	19,4	23,3	11,1	11,9	13,0	13,7	1,3	22,8	20,1	7,2	5,4
Obras de carpintería	8,3	18,0	34,0	44,5	23,7	23,3	27,4	26,5	116,9	88,9	30,9	-1,7	-3,3
Papel periódico	68,8	56,7	69,0	77,2	35,1	54,2	41,8	63,7	-17,6	21,7	11,9	54,4	52,4
Diarios y publicaciones	21,2	36,1	36,3	33,7	15,6	25,3	18,3	29,5	70,3	0,6	-7,2	62,2	61,2
Perfumes	13,6	22,9	30,3	29,7	14,8	12,8	17,3	15,1	68,4	32,3	-2,0	-13,5	-12,7
Agar-agar	28,0	23,4	27,6	33,4	15,4	18,2	18,2	21,4	-16,4	17,9	21,0	18,2	17,6
Nitrato de potasio	32,7	35,1	30,9	44,2	16,1	28,4	22,4	31,3	7,3	-12,0	43,0	76,4	39,7
Neumáticos, cámaras y cubrecámaras	31,6	36,9	44,3	49,2	22,9	31,3	27,0	36,9	16,8	20,1	11,1	36,7	36,7
Prendas de vestir exteriores	25,1	29,4	38,9	37,5	17,0	15,4	21,2	18,4	17,1	32,3	-3,6	-9,4	-13,2
Calzado	51,7	40,8	41,0	31,2	12,4	10,8	16,4	14,8	-21,1	0,5	-23,9	-12,9	-9,8
Alambres de cobre	27,1	50,9	54,4	83,3	28,1	59,0	34,8	70,8	87,8	6,9	53,1	110,0	103,4
Organos de transmisión para vehículos	22,4	37,2	43,8	50,4	21,5	16,3	36,9	17,0	66,1	17,7	15,1	-24,2	-53,9
Automóviles	4,7	24,1	45,1	28,9	18,4	11,5	24,3	11,6	412,8	87,1	-35,9	-37,5	-52,3
Camionetas	10,6	6,5	21,0	22,4	9,9	19,7	16,3	22,8	-38,7	223,1	6,7	99,0	39,9
Barcos	8,0	14,2	18,5	46,2	9,1	20,1	27,8	20,1	77,5	30,3	149,7	120,9	-27,7
Subtotal (2)	**1.519,8**	**1.860,5**	**1.947,9**	**2.301,1**	**1.097,0**	**1.473,4**	**1.307,9**	**1.695,5**	**22,4**	**4,7**	**18,1**	**34,3**	**29,6**
(Porcentaje sobre el total)	(60,2)	(61,7)	(60,6)	(60,1)	(60,3)	(60,5)	(61,6)	(59,9)					

(1) La información total corresponde a la categoría "resto" del cuadro 19.
(2) Se han considerado todos los productos cuyos embarques en 1994 fueron de US$ 20 millones o más.
Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 21

SERVICIOS NO FINANCIEROS

(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993	1994	Acumulado a junio		Variación porcentual (*)	
					1994	1995	a dic. 94/93	a junio 95/94
EMBARQUES	**67**	**100**	**50**	**132**	**159**	**140**		
Créditos	428	531	495	589	353	428	19,0	21,1
Débitos	361	431	444	457	195	288	2,9	47,6
OTROS TRANSPORTES	**-240**	**-329**	**-344**	**-339**	**-246**	**-184**		
a. Servicios de pasajeros	-36	-18	-4	-2	-13	-2		
Créditos	139	150	182	191	84	97	4,9	14,8
Débitos	175	168	186	193	97	99	3,7	1,5
b. Servicios portuarios	-204	-311	-340	-337	-233	-181		
Créditos	356	379	361	419	188	314	16,1	66,8
Débitos	560	690	701	756	421	495	7,9	17,5
VIAJES	**241**	**174**	**274**	**224**	**134**	**58**		
Créditos	689	704	833	863	469	471	3,6	0,5
Débitos	447	530	560	639	335	413	14,3	23,3
OTROS BIENES, SERVICIOS Y RENTAS	**-76**	**14**	**23**	**3**	**-19**	**-35**		
Créditos	558	670	728	783	372	443	7,6	19,2
Débitos	634	656	705	780	390	478	10,7	22,4
TOTAL SERVICIOS NO FINANCIEROS	**-8**	**-41**	**3**	**20**	**27**	**-20**	**493,9**	
Créditos	2.169	2.433	2.599	2.845	1.466	1.753	9,5	19,5
Débitos	2.177	2.474	2.596	2.825	1.439	1.773	8,9	23,2

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 22

SERVICIOS FINANCIEROS

(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993	1994	Acumulado a junio		Variación porcentual (*)	
					1994	1995	a dic. 94/93	a junio 95/94
INTERESES PAGADOS	**1.630**	**1.402**	**1.200**	**1.178**	**646**	**723**	**-1,9**	**12,0**
Mediano y largo plazo	1.370	1.230	1.009	1.004	558	629	-0,6	12,7
Corto plazo	260	173	191	174	88	94	-8,8	7,5
INTERESES RECIBIDOS	**470**	**437**	**491**	**495**	**234**	**392**	**0,9**	**67,4**
UTILIDADES Y DIVIDENDOS	**-643**	**-892**	**-792**	**-1.088**	**-361**	**-409**		
Créditos (recibidos)	2	5	6	3	2	1	-53,4	-68,8
Débitos (pagados)	645	897	798	1.091	362	409	36,7	13,0
SERVICIOS DE LEASING	**6**	**3**	**2**	**1**	**1**	**2**	**-22,2**	**142,9**
TOTAL SERVICIOS FINANCIEROS	**-1.809**	**-1.860**	**-1.503**	**-1.772**	**-773**	**-742**		
Créditos	472	442	497	498	236	392	0,3	66,5
Débitos	2.281	2.302	2.000	2.270	1.009	1.134	13,5	12,4

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

Fuente: Banco Central de Chile.

Cuadro 23

RESERVAS INTERNACIONALES BRUTAS DEL BANCO CENTRAL

(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993	1994	1995		
					a junio	a julio	a agosto
Reservas brutas (Stock a fin de período)	6.641	9.009	9.759	13.467	15.297	15.254	14.937
Variación reservas (Diciembre a diciembre)	1.283	2.368	749	3.708	1.831 (1)	1.787 (2)	1.471 (3)
Saldo balanza de pagos (4)	1.238	2.498	578	3.194	885	866	1.209

(1) Variación diciembre 1994-junio de 1995.
(2) Variación diciembre 1994-julio de 1995.
(3) Variación diciembre 1994-agosto de 1995.
(4) 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 24

DEUDA EXTERNA (1)
(Millones de dólares)

Especificación	1991	1992	1993	1994	1995		Variación porcentual (2)		
					a junio	a julio	1994	a junio 95/94	a julio 95/94
TOTAL (I + II)	**16.364**	**18.242**	**19.186**	**21.598**	**21.193**	**21.303**	**12,6**	**-1,9**	**-1,4**
I. Mediano y largo plazo	**14.165**	**14.767**	**15.699**	**17.739**	**18.307**	**18.343**	**13,0**	**3,2**	**3,4**
Sector público	9.490	9.175	8.532	8.543	8.532	8.352	0,1	-0,1	-2,2
Sector privado	4.675	5.592	7.167	9.196	9.775	9.991	28,3	6,3	8,6
II. Corto plazo	**2.199**	**3.475**	**3.487**	**3.859**	**2.886**	**2.960**	**10,7**	**-25,2**	**-23,3**
Sector público	1.064	448	488	526	515	470	7,8	-2,1	-10,6
Sector privado	1.135	3.027	2.999	3.333	2.371	2.490	11,1	-28,9	-25,3
III. Banco Central con FMI	**955**	**722**	**479**	**290**	**249**	**245**	**-39,5**	**-14,1**	**-15,6**

(1) Saldos a fines de período. Cifras preliminares para 1994 y 1995.
(2) Respecto a diciembre del año anterior.

Fuente: Banco Central de Chile.

BANCO CENTRAL DE CHILE

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