



BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°758

758-01-990601 Fija Tasas de Interés - Memorándum N° 16 de la Gerencia General.



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 758
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el martes 1° de junio de 1999

En Santiago de Chile, a 1° de junio de 1999, siendo las 16.00 hrs. se celebra la Sesión Ordinaria N° 758 del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los consejeros, señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Alfonso Serrano Spoerer.

Asisten, además, los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe, don Miguel Angel Nacrur Gazali;
Abogado Jefe, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;
Gerente de División de Estudios, don Felipe Morandé Lavín;
Secretario Ejecutivo del Gabinete de la Presidencia,
don Gonzalo Sanhueza Dueñas;
Jefe de Prosecretaría, señora Cecilia Navarro García.

I. Resolución sobre Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 756, celebrada el 20 de mayo de 1999.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo el Proyecto de Acta correspondiente a la Sesión N° 756, celebrada el 20 de mayo de 1999, cuya versión final se aprueba sin observaciones.

II. Temas tratados:

- Informe al H. Senado de la República sobre Acuerdo de Participación Accionaria celebrado con
- Tasa de instancia monetaria.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Informe al H. Senado de la República sobre Acuerdo de Participación Accionaria celebrado con

El Fiscal, don Miguel Angel Nacur, procede a dar lectura a la Exposición que hará el Consejo al H. Senado de la República, el miércoles 2 de junio de 1999, cuyo texto se acompaña a la presente Acta formando parte integrante de ella, y que trata de la aplicación al de la Ley N° 19.396 que modificó las condiciones de pago de la obligación subordinada y del Acuerdo sobre Participaciones Accionarias celebrado con el

El Consejo aprueba el texto del documento presentado por el Fiscal.

Tasa de instancia monetaria.

A continuación, el Presidente solicita al Gerente de la División de Estudios que informe acerca de la evolución de la política monetaria, al 1 de junio de 1999, y formule sus recomendaciones, para resolver sobre una posible reducción de la tasa de instancia monetaria.

El señor Morandé señala lo siguiente:

- Las últimas cifras macroeconómicas muestran que la actividad ha seguido una evolución menos dinámica de lo esperado. En efecto, los datos de producción y ventas industriales en el mes de abril pasado (-6,3 y -11%, respectivamente) se suman a la información ya conocida de la fuerte caída de las importaciones de ese mes, para proyectar una variación del IMACEC en abril bastante más negativa que lo que se preveía hace un mes. Si bien las proyecciones para mayo son menos pesimistas, el segundo trimestre es probable que termine con un crecimiento sólo ligeramente mejor que el del primero.
- Debido a que estamos en un punto de inflexión en el ciclo económico, existe incertidumbre respecto de la velocidad y fuerza de la recuperación de la actividad económica. Junto a las cifras más negativas ya comentadas, hay antecedentes de indicadores de actividad y gasto que, medidos en niveles desestacionalizados, revelan una tendencia más clara a la recuperación. Con todo, al día de hoy existen argumentos tanto a favor como en contra de una nueva rebaja de tasas.
- Sin embargo, con la última rebaja de tasas de 6,5 a 6,0%, la política monetaria entró en una fase claramente expansiva, la que aún no ha tenido oportunidad de manifestar plenamente sus efectos sobre la actividad económica, debido a que se implementó hace poco menos de 30 días. Dado lo avanzado del año y los rezagos habituales de la política monetaria, es probable que nuevas rebajas tendrán un impacto prácticamente nulo en los resultados de 1999.
- En consecuencia, parece apresurado llevar a cabo una nueva rebaja de tasas. Pensamos que es más apropiado adoptar una posición de esperar más información, especialmente las cifras de importaciones de mayo y junio, más la producción y ventas industriales de mayo, que ratifiquen que la tendencia de recuperación es más lenta de lo previsto.
- No obstante lo anterior, junto con esta posición de espera de nuevos antecedentes, el Banco Central puede reconocer públicamente que las últimas informaciones son más negativas de lo esperado y explicar que es un fenómeno puntual, pero que se adopta oficialmente una postura de “sesgo hacia menores tasas” y análisis de nueva información (à la Fed recientemente). Esto podría incluirse en la exposición del Presidente ante la Cámara de Diputados en el día de mañana, expresando, por ejemplo, que si se ratifica esta tendencia de una recuperación más



BANCO CENTRAL DE CHILE

lenta y frágil que lo anticipado, es probable que el próximo movimiento de la tasa de instancia sea hacia la baja. Con esto se podría conseguir una leve declinación de las tasas de mercado y ganar algo de tiempo.

- Si bien es discutible que una nueva rebaja de tasas sea inapropiada dada las condiciones macroeconómicas, en la actualidad claramente existe un problema de exceso de presión política para llevar a cabo dicha rebaja. En este contexto, una rebaja de tasas tiene un problema relativamente serio en términos de credibilidad para el Banco Central, ya que existe el riesgo que el mercado lea esta rebaja como una debilidad ante la presión política, lo que vale para todo el mes de junio posiblemente, o hasta que se tenga más información.
- Si se decidiera reducir nuevamente las tasas de interés, se recomienda reiterar a la opinión pública, expresamente, que la política se encuentra en una fase expansiva, con tasas menores a un nivel “neutral”, y que esta fase debe ser considerada como estrictamente *transitoria*. Por esto mismo, se debiera aludir a la posibilidad de que las tasas pudieran subir en el futuro, *normalizándose* hacia un nivel más neutral, incluso dentro del año 1999, sin que esta circunstancia sea vista como la reiniciación de un proceso de ajuste.
- Además, es recomendable señalar que, entre otras cosas, la evolución del tipo de cambio ha permitido generar espacio para menores tasas. No parece apropiado indicar que ésta será la última rebaja ya que la probabilidad de que se requieran nuevas rebajas no es nula. La sola mención a que las tasas pueden volver a subir para *normalizarse* es suficiente.
- Recomendamos, asimismo, que en caso de rebaja, ésta sea sólo de 25 puntos base ya que los nuevos antecedentes, si bien negativos, no son suficientes para un cambio de política más profundo.
- Consideramos apropiado acompañar esta eventual rebaja de tasas con una nueva proyección de crecimiento más realista (entre 1 y 2%), que sirva de base para explicar que la rebaja de tasas obedece a una recuperación más lenta de lo anticipado. Esto ayudaría a dejar de hacer política con las proyecciones de crecimiento.

El Presidente ofrece la palabra.

El Gerente de la División Internacional señala lo siguiente:

“Vale la pena tomar en cuenta que en este momento hay una situación externa un poco más complicada que la que había cuando se hizo la última rebaja de tasas de interés. En concreto, hay alzas de tasas de interés internacionales prácticamente en todos los mercados y esto puede significar un impacto sobre el mercado cambiario chileno, en los próximos días, que iría en el mismo sentido que una eventual baja de tasas de interés. En esas condiciones, puede ser un momento poco oportuno para actuar relajando monetariamente hasta ver qué es lo que sucede en los mercados internacionales. Hoy, precisamente, hubo un alza de tipo de cambio motivada, en parte, por esta situación en los mercados internacionales que no se ha reflejado completamente, porque fue en horas de la tarde cuando más subieron en Estados Unidos las tasas de interés.

4



BANCO CENTRAL DE CHILE

El Consejero señor Piñera dice lo siguiente:

“En esta materia, soy partidario de una rebaja en la tasa de interés y facultar al Presidente para que implemente la decisión en el momento más oportuno.

Primero, hemos visto que hoy día el costo de fondos para Chile ha subido a raíz de que el costo de fondos en moneda extranjera es más alto por el grado de volatilidad que tiene el dólar.

Segundo, hoy existe espacio para que suba el tipo de cambio sin que tenga un efecto relevante en términos de inflación, dado que estamos en un período de muy baja actividad económica, siendo además consistente con lo que ha dicho en múltiples oportunidades el Presidente del Banco, de que no ve con preocupación un aumento en el tipo de cambio, lo que descarta el temor del mercado que frente a cualquier aumento en el tipo de cambio el Banco Central va a intentar neutralizarlo, ya sea vía tasa o interviniendo en el mercado cambiario.

Tercero, reconociendo que la tasa de interés tiene poco impacto en el corto plazo y que hoy día estamos viviendo en el país un clima de pesimismo económico bastante fuerte, que no tiene mucha explicación desde el punto de vista económico, creo que una baja de tasa de interés puede generar una mejoría de las expectativas factible de originar una reactivación del gasto más rápida ahora que lo que habría sido en condiciones normales dentro del país.”

El Consejero señor Serrano señala lo siguiente:

“Comparto totalmente la recomendación de la Gerencia de División Estudios sobre la necesidad de esperar mayores antecedentes antes de proceder a reducir la tasa de instancia. Me parece importante tener una idea más clara sobre la velocidad de la recuperación antes de tomar una decisión. En particular, me interesa conocer más antecedentes sobre la velocidad de recuperación de los agregados monetarios. Esta preocupación ya la manifesté en la última reunión en que se redujo la tasa, por cuanto en el mes de abril no se alcanzó a reflejar el efecto de la anterior rebaja debido a la presión ejercida sobre el mercado financiero por las necesidades de financiamiento de las operaciones de OPAS en desarrollo. Sabemos que una rebaja de tasas hoy prácticamente no tiene efectos sobre la actividad en el resto de este año y corremos el riesgo de estar estimulando excesivamente la demanda en el primer trimestre del próximo año.

Por otra parte, no comparto la forma en que el Banco está reaccionando frente a nueva información que se entrega al mercado. Se está poniendo en riesgo la credibilidad del Banco como agente estabilizador, que necesariamente tiene que tener una visión de mediano plazo. La forma en que se ha procedido en estas dos últimas decisiones de política monetaria muestran, a mi juicio, un Banco demasiado influido y alarmado por la coyuntura política y económica de corto plazo.

Por las razones anteriores, voto en contra de bajar hoy la tasa de instancia.”

El Consejero señor Marshall expresa lo siguiente:

“Creo que adornar una baja de tasa con advertencias sobre la tasa futura no ayuda mucho, como tampoco ayuda el hacer advertencias sobre el tipo de cambio. En ese sentido, sería más partidario de despejar esos temas. Corresponderá a las intervenciones del Gerente de la



BANCO CENTRAL DE CHILE

División de Estudios y del Presidente explicar cuál es el contexto de política, porque creo que hay que separar un poco las cosas.

En segundo lugar, el tema de las presiones. La verdad es que este tema va a existir siempre y si esperamos dos semanas más, igual van a existir las presiones, por lo tanto es un argumento que no me parece relevante. Y en cuanto a que hay que bajar las tasas por el pesimismo, me parece menos relevante. Tengo dudas sobre si la tasa de 6% es suficientemente expansionista en la coyuntura actual y la duda que tengo es porque es una tasa que se acerca mucho al promedio que hemos tenido durante la década de los años 90. La tasa media probablemente está en torno al 6,5%, medio punto por debajo de una tasa promedio histórica de un período de crecimiento fuerte. A mi modo de ver, no es expansionista en ninguna economía del mundo, porque ninguna economía se expande después de una recesión con una tasa que es medio punto porcentual por debajo del promedio de un período de crecimiento del 7%. Mi percepción es que la tasa del 6% no es una tasa que tenga el sesgo expansivo que requiere la coyuntura actual, y por lo tanto, creo que la tasa está alta y estaría dispuesto a bajarla en 0,25 puntos por lo que ha planteado Guillermo Le Fort, porque hay que hacerlo con precaución.

Sin perjuicio de lo anterior, valoro el hecho de que el Banco tenga procedimientos preestablecidos de discusión, porque además creo que ese es el procedimiento que nos permite, a todos, hacer las maduraciones. En ese sentido preferiría - si bien es cierto estoy dispuesto a concurrir con mi voto a favor hoy día - esperar la reunión que tenemos fijada para el día 15 de junio."

El Presidente señala lo siguiente:

"Tengo una preocupación que tiene un alcance más complejo en el sentido de que nuestras políticas de tasas de interés han sido, en cierto sentido, influidas porque nosotros mismos nos hemos equivocado siempre por debajo en la fuerza de la recuperación. Cada vez que observamos un mes, nos sentimos desilusionados de que el asunto sea más malo de lo que pensamos que iba a ser. Esto ha sido persistente y nos ha llevado casi necesariamente a una acción de tasas de interés relativamente más frecuente de la que nos habría llevado si hubiésemos tenido más confianza en nuestras propias previsiones de tipo económico. Creo que se plantea ahí un problema que tenemos que meditar, porque es ese fenómeno el que nos ha inducido a un estilo de política que posiblemente no es el más apropiado, pero que es el estilo al que estamos inducidos por la información que tenemos y no contamos con otra información que esa y mi temor es que las visiones que actualmente tenemos sobre el futuro de la economía sigan siendo optimistas.

Como hay una historia de persistentes visiones relativamente optimistas respecto de la recuperación comparadas con la realidad, temo que nuestra visión siga siendo optimista. Si efectivamente la recuperación se va a demorar bastante más de lo que pensamos, las cifras de desempleo pueden alcanzar niveles que hagan irresistible para el Banco Central y para el Ministro de Hacienda cualquier política racional al respecto. Mi preocupación, en el fondo, está sobre la base de que yo mismo no veo con mucha tranquilidad nuestras propias proyecciones del futuro. Si en este momento hay un riesgo que correr, el riesgo racional que uno tendría que correr frente a esto, es el riesgo de decir "nos hemos equivocado persistentemente para abajo, ahora corramos el riesgo y si nos equivocamos en estimular demasiado, corriámoslo cuando corresponda, cuando veamos que ya todo cambia, cuando efectivamente estemos tranquilos de que se rompieron las tendencias negativas". Hasta ahora la evidencia es feble, y el mismo hecho que digamos "vamos a ver si se confirman o no se confirman las tendencias con la próxima información", a mí me dice: actuemos y corriemos el eventual error más adelante, cuando se produzca. No porque esté



BANCO CENTRAL DE CHILE

absolutamente convencido de que si tuviera la información buena hay que hacer el movimiento, sino porque tengo información que no es buena, que no ha sido buena en el pasado y que es imposible que sea buena, porque todas estas cosas tienen rangos de probabilidad.

Frente a ese hecho y si hay una probabilidad de que la información que tengamos siga siendo no buena en el sentido en que lo ha sido en los últimos meses, entonces hay que correr el riesgo. Veamos manera de moderarlo, pero corramos el riesgo. No digo que sea indispensable hacer un cambio en la tasa hoy día o mañana, sólo estoy planteando un problema más de fondo que me tiene bastante preocupado.”

El Gerente de la División de Estudios, respecto a lo anterior, señala: “en términos de que las proyecciones han sido siempre más optimistas que la realidad, la verdad es que se trata de un fenómeno tal vez universal a nivel de lo que es el país, no es una “falla” del Banco Central ni de la autoridad, sino que básicamente es un problema ambiente. Todas las expectativas de los analistas han ido consecutivamente bien por encima de la realidad y todos hemos sido un poco influenciados por los datos que nos dan en esta materia. Las proyecciones nuestras para el año y su conjunto, hace tiempo que están con un crecimiento para el año 1999 entre 1% y 1,5% y tal vez un 2% con muy buena suerte. En el fondo, todos hemos ido aprendiendo de este ciclo.”

El Gerente de la División Internacional señala lo siguiente:

“Creo que hay también un asunto de timing que entra dentro de la discusión. Es probable que haya que seguir bajando las tasas de interés y que los datos sigan moviéndose en un sentido más negativo de lo esperado, por lo tanto, que sea necesaria una nueva acción de tasa. Está un poco por verse más información que puede ir en la línea de confirmar eso, pero creo que el asunto del timing es importante. Pienso que las turbulencias que se puedan generar, el argumento que usaba anteriormente sobre el mercado cambiario, pueden ser a la larga contraproducentes.”

El Gerente General es partidario de bajar la tasa lo antes posible, señalando que sería demasiado esperar dos meses.

Después de un amplio debate sobre el tema, el Consejo, con el voto en contra del Consejero señor Serrano, acuerda reducir la tasa de instancia monetaria en veinticinco puntos base.

Se procede a leer el texto del Comunicado que es el siguiente:

“Atendiendo a las condiciones de la economía nacional y las proyecciones de las principales variables macroeconómicas, el Consejo del Banco Central resolvió el día de hoy reducir su tasa de instancia monetaria en veinticinco puntos base, desde UF más 6,00% a UF más 5,75% anual. De modo complementario, los tramos de la línea de crédito de liquidez se ajustan a la baja en igual magnitud.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Con esta reducción, la política monetaria confirma un carácter expansivo coherente con la fase actual del ciclo económico y en un contexto donde la inflación y el déficit de la cuenta corriente se mantienen bajo control.”

Por último, el Consejo adopta el siguiente Acuerdo:

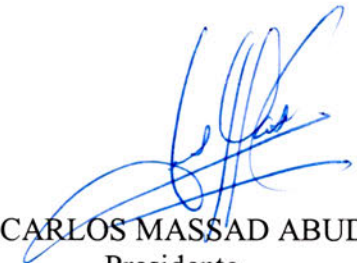
758-01-990601 - Fija Tasas de Interés - Memorándum N° 16 de la Gerencia General.

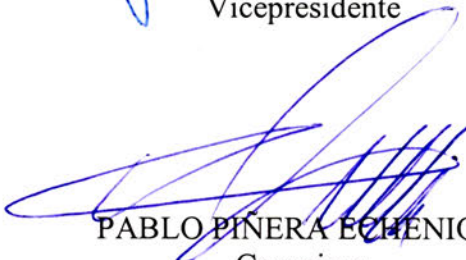
El Consejo acordó instruir al Gerente General para que a partir del 2 de junio de 1999, fije las siguientes tasas de interés (equivalente anual sobre U.F.):

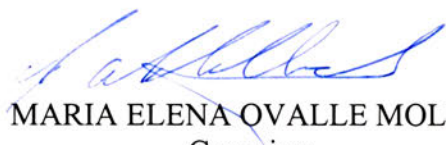
- **Depósito de Liquidez** 4,75%
- **Línea de Crédito de Liquidez**
 - 1^{er} Tramo 5,75%
 - 2^{do} Tramo 7,75%
 - 3^{er} Tramo 9,75%

Se letanva la Sesión a las 19,00 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


PABLO PINERA ECHENIQUE
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe


ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero