BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°788E

788E-01-990916 Modifica Capítulo III.F.4 del Compendio de Normas Financieras - Memorándum N° 24 de la Gerencia de División de Estudios.

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 788E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el jueves 16 de septiembre de 1999

En Santiago de Chile, a 16 de septiembre de 1999, siendo las 16,00 horas, se reúne el 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 señores Pablo Piñera Echenique y Alfonso Serrano Spoerer.

Asiste, además, el señor Ministro de Hacienda, don Eduardo Aninat Ureta.

Asisten también los señores:

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

Inicia la Sesión el Presidente señalando que ésta ha sido convocada para efectuar el análisis de política monetaria mensual correspondiente al mes de septiembre y agradece la presencia del señor Ministro de Hacienda.

A continuación, el Gerente de Programación Macroeconómica presenta el siguiente Informe:

La economía internacional se ha movido hacia una posición más positiva para los fines de la economía chilena, observándose la consolidación de las tendencias de recuperación del crecimiento externo y también un aumento del precio de materias primas. El cobre está sobre los US$ 0,80, todavía basado en el nivel de stock que hay en el mercado, en un precio poco asentado, pero las perspectivas no sólo del cobre sino que también de otras materias primas, están orientadas hacia un alza en los últimos meses. Hay señales definitivas de crecimiento en Europa como señales de actividad algo más favorables de lo que se esperaba, en Japón. El único riesgo o el riesgo más relevante, en estos momentos, es lo que suceda en la economía norteamericana por los temores a un rebrote inflacionario, lo que originaría un alza adicional de las tasas y esas alzas han tenido impacto sobre las condiciones de financiamiento para América Latina y mercados emergentes desde que el FED comenzó a subirlas. Se ha observado un aumento de alrededor de 200 puntos base en bonos de rating latinoamericano y también en el caso de los bonos chilenos de 20 puntos base. Sólo en la última semana o en lo que va corrido de septiembre, se ha observado una reducción significativa en relación a estos niveles, o sea, de 50 puntos base en los bonos de países emergentes. Ahí existe un factor que todavía es de riesgo y se refleja también en una cuenta de capitales para Chile que está relativamente seca.

Lo que se está observando en las tasas en relación a los mercados financieros internos, es una alineación de las tasas de corto plazo en torno a la tasa de instancia, ambas descendidas a niveles alrededor del 5%. También hay un descenso en las tasas largas, entre 10 y 15 puntos base, respecto a lo que se veía anteriormente; hoy están en niveles entre 6,5% y 6,4% para los PRC a ocho años.

Los agregados monetarios han reaccionado positivamente, en el último tiempo, pero mostraron un cierto grado de estancamiento en los meses de agosto y comienzos de septiembre. Lo que se conoce a la fecha es también un comportamiento más moderado, hasta cierto punto, en los agregados monetarios más amplios. Las entradas de capital externo también continúan siendo escasas en el tercer trimestre.

Tomando en conjunto estos factores, lo que se está observando actualmente es un índice de condiciones monetarias más favorable que en el mes de agosto, más favorable de lo que había en julio, tanto por la depreciación del tipo de cambio como por la disminución de las tasas largas y cortas, por lo que existen condiciones más expansivas en términos de mercados financieros.

Aún así, las tasas largas crecen algo en relación a las cortas, al menos lo que son los spread históricos, y lo que se percibe ahí, que pueden ser factores relevantes es, por una parte, una menor introducción del Fisco por razones de la condición de déficit fiscal que se observa hoy día, que es un elemento de presión a prestar financiamiento en el mercado de capitales. Se ve también que los factores externos tampoco son favorables. Por ejemplo, hoy hay un anuncio de que el grueso de las emisiones de bonos largos de financiamiento de las empresas están privilegiando hacerlo en los mercados internos, en lugar de los mercados externos; se anunciaba que para los próximos meses habían cifras de alrededor de US$ 500 millones en empresas que pensaban emitir internamente bonos. El crédito externo, en cambio, continúa siendo relativamente caro y menos abundante. Un reflejo de esto es que hay algunos inversionistas externos que han retirado sus oficinas de Chile, lo que es sintomático; en el fondo hay menos interés por realizar emisiones de bonos desde Chile y en la actualidad, lo que se ve, por ejemplo, es el costo del financiamiento externo de largo plazo para empresas prime chilenas con una tasa de interés en Estados Unidos de 6% que en términos reales pueden ser de 4% con 300 puntos base de premio. Se observa un costo externo real equivalente de alrededor de 7%. Si existieran expectativas de apreciación, este costo sería menor, pero hoy día no se percibe que haya un ambiente apuntando en ese sentido, así que eso da condiciones de crédito externo que todavía son bastante más restrictivas.

En términos de actividad, gasto y empleo, ya es conocido el IMACEC de julio y tiene una cifra negativa del 4,7%, reflejo de la fuerte base de comparación de las importaciones y el bajo nivel que tuvieron en el mes de julio, como también de la caída de la industria motivada también por una fuerte base de comparación a julio del año pasado. No hay ningún antecedente de agosto respecto del sector de actividad real; lo que se conoce de agosto son importaciones altas, más altas que en meses anteriores del orden de US$ 1.280 millones, es un factor positivo, pero aún no se conoce nada de la industria.

En relación a los antecedentes monetarios, la primera estimación en base a cambiar un efecto de base de comparaciones es que el IMACEC estaría en torno a –1% y con los antecedentes simplemente cualitativos que se entregaron en la reunión de la SOFOFA que indicaban una visión algo más optimista para el mes de agosto, si eso fuera así y se reflejara también en las cifras del INE, se llegaría a un IMACEC mejor, más cercano a –0,5%, pero preliminarmente por lo que se conoce, efectivamente se está más cerca de –1%. Con esto habría un tercer trimestre negativo, alrededor de un -2%, y probablemente el año también sería negativo.

Las señales respecto a la evolución reciente de la demanda interna son mixtas. Se ha visto recuperación en algunos ítemes como venta de departamentos, venta de las industrias, la cifra de importaciones señalada anteriormente, pero el factor negativo ha sido por el lado financiero donde no se observa un repunte ni del dinero ni tampoco de los agregados monetarios más amplios como es el crédito. Dentro de esta evolución del producto, lo más rezagado es claramente el gasto interno, las exportaciones y las importaciones y la demanda externa neta han estado ejerciendo un factor expansivo al igual que en la política fiscal y el gasto interno privado es el componente más rezagado y el que se ha quedado atrás respecto a las proyecciones anteriores.

Respecto al mercado laboral, no hay antecedentes nuevos.

Sobre política fiscal se conocieron los antecedentes respecto de la evolución del segundo trimestre, donde se vio un incremento de la absorción pública del orden de 3,7% mientras los ingresos fiscales cayeron cerca del 11%. Con esto hay un impulso fiscal positivo, principalmente por la disminución de ingresos.

En relación a la Balanza de Pagos, ya se señaló la cifra de importaciones, con lo cual, por primera vez, hay un déficit en los últimos once meses y con eso se obtiene, en los últimos doce meses, un superávit acumulado de US$ 600 millones.

Por último, se observa una inflación en torno al 3,2%. En septiembre se observaría una nueva reducción de la cifra interanual a 3,1%, del orden de una décima, y al momento de traspasarse las rebajas de las tarifas telefónicas a pesos al consumidor, se vería una incidencia negativa de 0,2 puntos por ese factor, con lo cual probablemente se obtendría una cifra de inflación de fin de año bajo el 3%.

En conclusión, lo que se observa es que las condiciones externas son marginalmente más favorables, las condiciones monetarias externas también son más expansivas y no aparecen señales de nuevos riesgos ni en materia de inflación ni en materia de inflación externa, aunque aún hay señales débiles de recuperación de la demanda interna.

El Presidente ofrece la palabra.

El señor Ministro de Hacienda entrega un dato estimativo, señalando que se trata de un dato parcial positivo para agosto, **muy preliminar**, y es que los ingresos tributarios netos medidos en pesos reales, aparecen creciendo, por primera vez, en torno a un 7%; y el IVA neto recaudado, en agosto, en 4% aproximadamente.

Enseguida, refiriéndose al informe del señor Herrera, le llama la atención el cambio de metodología aparente que ha hecho esta vez en su Informe Monetario el Banco Central, donde se ha cambiado el uso del Fondo del Cobre y se ha incorporado su mecánica y evolución al déficit fiscal anualizado acumulado. Ello no tiene precedentes; y a juicio del Ministro sería un error de tratamiento, dada la filosofía original de acumulación y usos del Fondo del Cobre. Si se volviera a la metodología tradicional, dice, estaríamos en un déficit fiscal, en torno a 1% del PIB, en 12 meses acumulado este año que es el dato oficial entregado al Congreso recientemente.

También se refiere al tono del documento en el que hay demasiado énfasis, a su juicio muy exagerado, de cargar a la supuesta influencia del déficit fiscal - el que es un poco más alto que lo que ya se conocía a marzo- el alza de tasas de interés largas. Cuando en otros documentos del propio Banco Central se asignaba que el alza de tasas largas se debía al factor de arbitraje internacional ocurrido en todas las tasas en otras partes del mundo. El Ministro encuentra allí una incoherencia que recomienda corregir.

Por último, el señor Ministro recomienda mirar con mayor énfasis y análisis lo que se dice en el Informe respecto de que la posición monetaria es expansiva y la posición fiscal claramente expansiva en los primeros siete u ocho meses de este año, para medir esto respecto a un estándar o a una brecha pre-fijada. O sea, si es cierto como es, que el gasto privado es el que ha estado rezagado (la inversión y consumo), se podrá decir que las políticas monetarias y fiscal son expansivas, pero la pregunta de fondo es, sin embargo, si en relación a un standard o una brecha, ¿cuánto más expansivas podrían llegar a ser?, si es que se desea cierta velocidad de reactivación distinta a la inicial. Cree que ése es el tema más de fondo que el Banco Central debe evaluar.

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, manifiesta lo siguiente: "Tomando lo último que decía el Ministro, pero en un contexto levemente distinto, ¿por qué no se toma el análisis de junio, que fue el momento en que se hizo la rebaja de tasa, como el momento analítico a través del cual se llegó al convencimiento que era importante fijar la tasa en 5% y respecto de ese diagnóstico, de ese análisis, ver cómo se sitúa el actual análisis?, porque sería otro punto de comparación. O sea, éste sería un punto de comparación efectivo respecto del análisis que teníamos en junio y ahí, a mi juicio, existe por el lado de la evaluación de inflación -actualmente existe una proyección de inflación más consolidada, más baja que la que había en junio- y por el lado producto, una cifra de producto esperado también más baja. Al comparar esos dos análisis creo que se pueden derivar elementos que no están plenamente incorporados en el análisis simplemente de visión de futuro."

El Consejero, don Alfonso Serrano, dice: "Lo que me llama más la atención respecto al pronóstico que tenemos hoy día, comparado con la situación que teníamos cuando rebajamos las tasas, es que lo único sorprendente o nuevo es que las tasas largas no se movieron en la misma dirección y esto, sumado a los antecedentes que se han dado acá de una mucho mayor demanda por fondos, tanto de inversionistas privados como del Fisco en el mercado financiero, hace pensar que prácticamente es muy difícil o casi imposible que por la vía de política monetaria nuestra, manejo de la tasa corta, logremos aliviar las condiciones financieras. Parece que la única alternativa que se ve son otros factores que pudieran mejorar la oferta de fondos en el mercado financiero, para aliviar estas tasas largas que son las que probablemente están constituyéndose en un obstáculo para un repunte más rápido de la demanda."

El Presidente, don Carlos Massad, señala lo siguiente:

"En primer lugar, el IMACEC de julio de -4,7% está dentro del rango de lo que se había previsto, se esperaba para julio un IMACEC relativamente malo, incluso diría que está en el rango menos malo de las previsiones de los analistas que llegan hasta –6% o –7% según la prensa de hoy, o sea, habría un resultado en julio en un contexto de establecerse en la parte más favorable de los rangos previstos.

En segundo lugar, tanto los indicadores de condiciones externas como los de condiciones monetarias son ahora mejores y más expansivos de lo que eran en meses pasados. Sabemos que ambos indicadores están un poquito retrasados respecto de la actividad, pues el estudio que discutimos hace unos días, sobre condiciones externas, mostraba un desfase de dos a tres trimestres, pero tenemos indicaciones ahí que parecen ser positivas, el impulso fiscal también es positivo, o sea, tenemos un conjunto de condiciones de expansión.

Lo que nos está provocando dificultades en este minuto es la situación de oferta que se ha producido y que se prevé en el mercado interno de valores de mediano y largo plazo. Esta es mayor que la que se había visto en períodos pasados, ya que una parte importante de ese financiamiento se obtenía desde el exterior, lo que daba al mismo tiempo la posibilidad para continuar el proceso de diversificación de portafolio de empresas privadas y AFP hacia el campo internacional. Cuando las circunstancias se modifican y aparece una oferta de papel es más bien en el mercado interno que en el externo, a menos que haya un flujo de fondos compatible con esa mayor oferta, vamos a empezar a tener una restricción en materia financiera y esa restricción pudiera ser creciente en la medida en que las empresas nacionales y las AFP continúen a la misma velocidad que han tenido, en promedio este año, su proceso de diversificación de cartera hacia el exterior.

Ahí veo un riesgo en el sentido de provocar una situación en el mercado financiero que no nos ayude desde el punto de vista de la consolidación del proceso de recuperación algo más rápido. Necesitamos de algún modo buscar alguna manera de facilitar ese financiamiento en el mercado, ya sea por mayores ingresos de capitales, ya sea por menores salidas de capitales. Este es un proceso que tenemos que mantener bajo muy cuidadosa observación para poder evaluar un poco mejor su progreso, su movimiento y poder ver qué opciones de acción podríamos tener en ese marco. Veo que ahí tenemos un problema que no está resuelto y que podría significar alguna debilitación eventual en los estímulos para recuperarse en la economía.

Por otra parte, las conversaciones sostenidas con la Confederación de la Producción y del Comercio mostraban una visión relativamente más optimista de la que yo mismo esperaba sobre la situación económica de los distintos sectores, de modo que los indicadores de condiciones internacionales, los de condiciones monetarias y la visión de parte del empresariado, coinciden en señalar que hay ya algunos síntomas de reactivación. Las cifras que nos informa el Ministro sobre ingresos fiscales son muy alentadoras además, porque aparece agosto como primer mes en el cual hay una variación positiva de los ingresos fiscales incluido el IVA que está vinculado al gasto, o sea, esto debería indicar algún remonte del gasto que pudiera estar reflejado ahí.

Mi conclusión general es que estamos en un momento en el cual tenemos que seguir las circunstancias especialmente de cerca, incluidos los mercados financieros, porque si bien tenemos algunos indicadores que nos permiten mirar con relativo optimismo hacia adelante, también podemos tener, en el sector financiero, un cuello de botella que nos produzca algunas dificultades, de modo que este tema me parece un tema muy importante de seguir.

Tenemos algunas incertidumbres adicionales en el panorama internacional relacionadas con eventual variación de las tasas de interés de los Estados Unidos de América que nos podrían complicar un poquito más el panorama desde el punto de vista del financiamiento internacional, pero es algo que tendremos que ver cómo se desenvuelve. Tengo la impresión de que las autoridades monetarias americanas están preocupadas no sólo de las cifras de inflación sino que de lo que está ocurriendo con los precios de los activos en los Estados Unidos y que ese es un punto, para ellos, bastante central y los precios de los activos han mantenido una tendencia al alza aún con algunas fluctuaciones, especialmente recientes, o sea, creo que es bastante incierto en este momento cuál va a ser la dirección del movimiento, si es que hay algún movimiento, en la próxima evaluación que haga la Reserva Federal, pero de aumentar sus tasas nos crearía alguna dificultad adicional en el panorama financiero existente."

El señor Ministro de Hacienda comenta lo siguiente:

"Hay dos visiones adicionales que no hemos introducido porque suponiendo que la tendencia marginal fuera cierta.... habría que ver números precisos para dimensionar el mercado reciente. Pueden ser cambios muy pequeños de dos empresas o de una empresa grande chilena, y allí se daría esta sustitución tan notoria de financiamientos en este tercer trimestre, de colocación de bonos de empresas chilenas fuertes de afuera hacia adentro.

Por otra parte, para mirar si estamos en el umbral de reactivación o no, si sigue habiendo un problema de demanda efectiva, conviene también tener datos y tendencias sobre la evolución en el precio de los activos: para poder tener una visión de los precios de activos de bienes durables, inmobiliarios, tierra, edificios, Bolsa; pero para poder ver si aquí hay un cambio de asuntos puntuales, o bien, si hay algo relacionado con deflación del precio de los activos. Esa dimensión falta.

Y lo otro: cómo se relaciona esto con la falta de banda cambiaria. Es decir, qué expectativas o cambios están previendo ciertos agentes respecto al movimiento del tipo de cambio esperable a futuro (año 2000, etc.). Como en el caso de Argentina, por ejemplo, las posibles expectativas cambiarias post-elecciones allí, pueden en ese sentido explicar este cambio esperado acá, más que otras variables. Nos falta una información por ese lado también."

Interviene el señor Massad refiriéndose a la información entregada por el Presidente de la Asociación de Bancos en el sentido de que los bancos ya percibían con mucha claridad un traslado de demanda de fondos desde el exterior hacia los bancos nacionales de las grandes empresas, que se agrega a la información que aquí se ha proporcionado de las colocaciones de bonos puntuales, o sea, hay al parecer ahí un traslado.

Enseguida, el Gerente de la División de Estudios entrega las siguientes opciones y recomendación:

"La información presentada en el Informe Mensual confirma las principales tendencias observadas hace un mes atrás en materia de inflación. Se consolida asimismo una fuerte holgura en materia de cuenta corriente en tanto las señales de recuperación económica se mantienen tenues. Aunque el escenario internacional muestra indicios más positivos -como el alza del precio del cobre hasta 80 centavos- todavía persiste la duda sobre cuál será la instancia que finalmente tomará la política monetaria en Estados Unidos de América en lo que resta del año. Las condiciones monetarias internas son hoy algo más expansivas que hace unas semanas, pero las tasas largas aún mantienen empinada a la curva de rendimiento. Asimismo, los agregados monetarios más líquidos han perdido recientemente parte del dinamismo de recuperación que traían en los meses anteriores, en tanto el crédito aún no muestra señales claras de crecimiento.

En cuanto a las opciones de política monetaria, la de aumentar la tasa de instancia es descartable de momento, considerando que la recuperación de la actividad económica parece seguir retrasándose y se aprecia bajo el riesgo de un aumento sustantivo de la inflación y del déficit de cuenta corriente hasta bien entrado el próximo año. Más aún, las holguras presentes y previstas en estas variables podrían aconsejar la opción de relajar moderadamente la tasa de instancia. Sin embargo, es muy posible que el efecto de esta eventual rebaja sobre las tasas largas sea muy disminuido, considerando que existen otros factores influyendo en los mercados financieros de mediano y largo plazo que impiden una rebaja mayor, como su disminuida liquidez, los cambios de cartera de los inversionistas institucionales a favor de títulos en moneda extranjera, la ausencia de inversionistas externos en estos mercados debido a normas cambiarias, y una mayor presión de demanda efectiva y proyectada por este tipo de financiamiento de parte del sector privado -por encarecimiento del endeudamiento externo- y del fisco -por la perspectiva de déficit fiscal-. Mientras no se administren medidas que permitan

una mayor liquidez en estos mercados y una mayor entrada de capitales desde el exterior, parece más prudente escoger la opción de ***mantener la actual instancia*** de política monetaria."

El Gerente de la División Internacional se refiere al tema de las tasas largas de interés señalando que están ubicadas hoy alrededor del 6,4% o 6,3% para operaciones en torno a los 10 años y dice: "Creo que detrás de ese nivel de tasas hay limitaciones importantes de liquidez de nuestro mercado de capitales interno, porque si hacemos una comparación de ese nivel de tasas de interés con las tasas que rigen en los mercados internacionales y añadimos aún unos 200 puntos base, que es el valor del spread riesgo país, llegamos a tasas comparables del orden de 6% expresado en términos reales en países como Estados Unidos versus 6,3% expresado en términos reales en Chile. Comparar esas dos tasas, directamente, supone que ese margen de 30 o 40 puntos base que queda supondría que la expectativa respecto del futuro del tipo de cambio real en Chile hacia delante en los próximos 10 años, en promedio, es 0% y creo que ese supuesto no es correcto. En realidad nosotros tenemos hacia delante una tendencia a la apreciación porque somos una economía emergente con un desarrollo de productividad que debería ser más alto que en el resto del mundo y eso debería generar algún nivel de apreciación en tendencia, como lo hemos visto en el pasado reciente.

Una segunda razón para la apreciación es que estamos en el peor momento de nuestro ciclo y estamos en el peor momento de nuestros términos de intercambio por mucho tiempo. Esos elementos deberían hacernos pensar, también, de que sí en algo, en una perspectiva de 10 años, el tipo de cambio real debería mejorar. ¿Qué quiero decir con esto? – Que ese margen de comparación de 30 o 40 puntos base debería ampliarse en una expectativa de apreciación cambiaria mayor, por lo tanto, hay un margen inexplotado de reducción de las tasas de interés de largo plazo que tienen que ver con condiciones estructurales de operación del mercado de capitales, con regulaciones, etc., más que con la posición que esté tomando en este momento la política monetaria.

Creo que ésa es el área de acción fundamental para generar algún impacto reactivador. Simplemente el movimiento de la tasa corta, aunque es cierto, genera algo, pero si no logra comer esta diferencia de margen de las tasas internas de las tasas externas de más plazo, no va a lograr un impacto suficientemente importante sobre el costo de financiamiento ponderado para las distintas opciones que tienen las empresas chilenas y por lo tanto, no va a tener un gran impacto reactivador. Creo que donde sí podría tener algún impacto la tasa de interés sería en el Mercado Cambiario y tal vez podría ser desfavorable una tendencia mayor de depreciación respecto al momento que hoy día vivimos, porque podría seguir retacando los flujos de capitales que son hoy tan poco abundantes. Creo que el crecimiento de nuestra economía, a la larga, está íntimamente ligado con la disponibilidad de flujos de financiamiento externo por montos significativos. Para crecer sostenidamente vamos a tener que volver a recibir entradas netas de capitales de niveles intermedios que nos permitan situar déficit en cuenta corriente del 3% a 4% del PIB."

El Gerente General, don Camilo Carrasco, expresa lo siguiente:

"Tengo la impresión de que todo lo que se ha dicho respecto a qué hacer para afectar las tasas largas es cierto, pero realmente creo que es algo que toma bastante tiempo. No creo que con medidas aisladas podamos afectar demasiado las tasas largas y por eso, estoy convencido de que no vamos a poder bajar las tasas largas más allá de unos 30 ó 40 puntos base.

El principal problema que existe, que creo hay que considerarlo en este momento, es el problema de los mensajes que da el Banco Central. Pienso que es un mal escenario que tengamos al mercado mucho más tiempo con una duda de que se van a bajar las tasas cortas o se van a mantener. Creo que eso causa bastante problemas e incertidumbre, posterga decisiones, de manera que deseo plantear de que si no se bajan las tasas cortas algo hay que hacer para enviar un mensaje de que ahí nos vamos a quedar. Me parece que sería lo peor esperar el día que salga algún indicador malo y que se decida bajar en 15 días más. Yo no estoy necesariamente por bajarla, creo que no es un riesgo demasiado grande bajarlas, pero si no se bajan creo que que habría que dar un mensaje más claro de lo que se ha hecho hasta ahora."

El Consejero, don Pablo Piñera, señala lo siguiente:

"No estoy de acuerdo con la baja de tasas por varios elementos:

Primero, no creo consistente una baja de tasa con la exposición que hicimos en el Senado hace dos semanas atrás. No hay ningún elemento nuevo que nos lleve a cambiar lo que ahí expusimos y creo que bajar la tasa tendría un efecto muy negativo en la credibilidad del Banco Central.

Segundo, no creo que una baja de la tasa de corto plazo afecte positivamente la tasa de largo plazo.

Tercero, creo que bajar la tasa ahora puede llevarnos al circuito perverso de que el mercado siga esperando una nueva baja de tasa, generando un inmovilismo en la actividad económica.

Por todo lo anterior, no estoy de acuerdo en bajar la tasa."

El Consejero, don Alfonso Serrano, manifiesta lo siguiente:

"Me parece que la diferencia fundamental que tenemos hoy día en esta economía versus la que teníamos hace dos años atrás o un año y medio atrás, es la escasez de financiamiento externo, esto es un hecho objetivo, y esa escasez de financiamiento externo ha encarecido el costo del crédito que impide que las tasas largas bajen, etc. El movimiento de la tasa corta no me hace mucho sentido, no creo que ataque el problema de fondo, en cambio existen una serie de alternativas que sí pueden atacar el problema de fondo que es el nivel de las tasas largas y el encarecimiento del financiamiento de mediano y largo plazo. La eliminación del año de permanencia como obligatorio para el inversionista extranjero permitiría que los fondos internacionales más serios pudieran invertir en Chile, cosa que sus estatutos no le permiten por la existencia de esta regulación. Hay otras alternativas que también se han estudiado como cambiar unos múltiplos de inversión de las AFP y creo que son ésas las medidas que pueden relajar las condiciones crediticias y por lo tanto, apoyar una reactivación de la demanda interna más rápida y estoy de acuerdo con lo que dice Camilo (Carrasco) que no tiene sentido mantener una incertidumbre respecto a si el Banco Central va a continuar o no bajando las tasas. Personalmente no soy partidario de hacer eso hoy día sino que atacar el problema de las tasas largas con este otro tipo de medidas."

El Vicepresidente, don Jorge Marshall, señala lo siguiente:

"Mantengo mi posición de bajar las tasas. Entiendo los argumentos estructurales y me parecen razonables, pero me parece que las condiciones de actividad económica y de inflación apuntan en la dirección de un relajamiento adicional respecto al que hicimos en junio.

Tampoco creo que sea algo que va a cambiar drásticamente, o sea, creo que si damos un mensaje de mantener la tasa creo que deberíamos discutir inmediatamente cómo hacer eso. Lo que debiéramos hacer, es justamente enfatizar ese mensaje que podría ser a través de un comunicado diciendo que el Consejo se reunió en el día de hoy para discutir el tema y resolvió mantener la tasa de instancia y que lo va a revisar nuevamente en su próxima reunión. Posteriormente eso da pie a que el Gerente de la División de Estudios pueda explicar los fundamentos de haber mantenido la tasa. Me inclino por una combinación de ese tipo como la mejor forma de poder explicar al mercado nuestra visión, decir que evaluamos los movimientos en las tasas y así ganamos credibilidad.

Si hay voluntad del Consejo, yo concurro a bajarla, pero como me doy cuenta que no la hay, voy a concurrir a mantenerla y por tanto, hago énfasis en el punto de hacer un comunicado."

El Presidente, don Carlos Massad, expresa lo siguiente:

"Sin duda hay un problema de expectativas, más que de credibilidad, que se van conformando en el mercado alrededor de las tasas y ningún Banco Central, en el mundo, está exento de ese problema. En ninguna parte del mundo se puede garantizar si una determinada tasa va a ser el piso para siempre, eso es imposible de hacer porque las circunstancias pueden llevar a cambiar esa decisión en función de la información que se tenga. Hoy día no tenemos información suficiente para hacer un cambio en la tasa, pero lo que sí podemos decir es que si la tasa queda donde está, nuestra próxima revisión sobre este tema va a ser a mediados de octubre y a esas alturas vamos a tener información adicional, como la Reserva Federal que ya se tiene que haber reunido, el Imacec de agosto, la Ley de Presupuesto, información adicional que nos permitirá revisar la situación, pero nadie puede esperar que el Banco Central diga que la tasa de 5% no se mueve de aquí para abajo nunca más, sería de nuestra parte irracional responder a las presiones del mercado o a las expectativas del mercado diciendo que el Banco Central no va a rebajar su tasa. Lo que más se puede decir es "esto no se va a mover hasta que lo revisemos de nuevo". Creo que la propuesta de Camilo Carrasco y Jorge Marshall es muy razonable y creo que es útil acogerla."

El señor Ministro de Hacienda manifiesta lo siguiente:

"Estoy de acuerdo con el señor Massad en la primera parte. Es decir, no aprovecharía una situación de coyuntura desequilibrada, con poca información como la analizada hoy, para hacer un cambio estructural y de largo plazo. Ese cambio requiere una apreciación y un contexto mucho más cuidadoso que el que aquí se nos ha dado. Porque no se sabe qué es lo que se está moviendo en definitiva: si es Chile, o Latinoamérica, o la situación de Argentina. Este relativo secado de flujo de capitales externos ¿de qué proviene? El análisis que hacía Guillermo Le Fort del arbitraje de tasas en Chile versus Estados Unidos corregida, francamente tampoco me impacta hoy demasiado: la brecha no es demasiado grande en el margen, y no parece ser ésa el "riding force". A lo mejor, son otros factores, políticos o externos. Entonces hacer un "enfoque de paridad internacional" entre países para las tasas largas, en un momento de desequilibrio internacional y doméstico en Chile, me parece errado para tomar políticas estructurales largas. Me parece errado porque creo que no estamos en un arbitraje perfecto con la información que hemos tenido acá relevante para Latinoamérica y

Chile. Dado que esa es mi apreciación por el lado de estructura de tasas largas y demanda y oferta de instrumentos de largo plazo, (porque hoy no hemos visto muchos datos), entonces no usaría "de contrabando" ese argumento para reactivar artificialmente y por vías "extrañas" a la economía doméstica. Si queremos asegurar una cierta velocidad de reactivación duradera, analicemos más detalladamente qué es lo que la demora. Por qué seguimos en el plateau: es la incertidumbre eleccionaria, es la situación de Argentina a meses plazo (porque no sabemos qué puede pasar); es que se estarían terminando proyectos; o es una situación puntual, la espera de la tasa de Estados Unidos el 4 de octubre; o la batalla del presupuesto fiscal, como aquí se ha dicho. No sabemos bien lo que es. En ese sentido creo que habría que conseguir más información para tener una matriz más completa.

Particularmente el tema de precio de activos y qué pasa con los inventarios. No se va a tomar la decisión en medio de eso. Entonces si la voluntad es entender porqué la velocidad se demora, se necesita completar más la información, en ese sentido pareciera razonable, y es entendible, la idea de esperar. Esperar no significa necesariamente hacer comunicados. Si se espera se hace porque se cree que hay que esperar, no porque algún analista esté presionando que hay que bajar la tasa. Sería fatal poner en un comunicado hoy que en una fecha próxima de octubre se va a revisar esto: porque entonces se va a volcar toda la presión sobre la próxima fecha anunciada y como hay tanta incertidumbre yo me guardaría la flexibilidad. No me amarraría a fechas precisas. Es decir, si fuera la decisión del Consejo del Banco Central no bajar la tasa hoy día, me mantendría entonces en esa posición, y guardaría toda mi flexibilidad. Haría un llamado a buscar más información, y ver cuál es el contexto adecuado y relevante.

El Consejero señor Piñera se dirige al señor Ministro diciéndole que el problema que origina esto es cómo se le informa al mercado que el Banco decidió no bajar la tasa para que no se espere por parte del mercado una baja inminente de las tasas. Contestando el señor Aninat que podría ser a través de alguna entrevista de un personero del Banco, por ejemplo, aunque piensa que no tendría porqué necesariamente responderse, para cada coyuntura puntual a los analistas del mercado.

El señor Piñera encuentra que hay que responder porque si el mercado cree que el Banco Central va a bajar la tasa, va a seguir esperando hasta que se baje para reafirmarse.

El Consejero señor Serrano señala lo siguiente:

"Definitivamente soy partidario de mayor transparencia en las actuaciones del Banco, creo que es más sano y es preferible que se sepa que el Banco se reune una vez al mes, analiza la política monetaria y toma decisiones de política monetaria y por lo tanto, yo daría a conocer que hubo esta reunión hoy día, que la decisión del Banco fue la que sea, en este caso mantener la tasa, y que en la próxima reunión de política monetaria se va a analizar nuevamente el tema. Me parece que eso es sano y es informativo."

El señor Marshall comparte lo que dice el señor Serrano, a lo que agrega que en general los bancos se reservan la posibilidad de actuar entremedio, porque esto cambia las reglas del juego. Se están cambiando las reglas de juego de comunicación de lo cual él está totalmente de acuerdo.

El Ministro Aninat es partidario de que se diga la primera parte de lo que dijo el señor Serrano: el Consejo se reunió, analizó, y decidió no bajar la tasa hoy.

El Consejero señor Marshall cree altamente positivo que el mercado sepa que éste es el evento mensual en que se analiza la política monetaria. Creo, dice, "es altamente positivo que el mercado sepa que en su reunión mensual el Consejo evaluó los antecedentes y decidió no modificar su instancia".

Interviene el Presidente diciendo que aparentemente hay acuerdo en no modificar la tasa, hay acuerdo en comunicar oficialmente esa decisión, pero no hay todavía un acuerdo claro de cómo manejar la información respecto de la próxima reunión. Sugiere que sobre ese punto se mantenga una discusión posterior, más detallada, porque se trata de un cambio en la política de comunicación del Banco y sería bueno que se pudiera analizar en su propio contexto, no tan rápidamente sobre la base de la decisión de hoy. Cree que se podría poner en una discusión especial para resolver eso como una parte de la política de comunicaciones y hoy día simplemente comunicar que el Consejo se reunió en su reunión de política monetaria mensual y que analizó el problema de la tasa de interés y que decidió no modificarla. Si en algún momento se cambia esta política, en la próxima reunión de política monetaria se podría hacer un informe anunciando fechas específicas de las reuniones.

En mérito de lo anterior, el Presidente encomienda a don Jorge Marshall, para que él se encargue de la reunión especial para discutir el tema de las comunicaciones.

Por último, el Consejo trata el texto del siguiente Comunicado:

" El Consejo del Banco Central ha realizado en el día de hoy su reunión mensual de política monetaria.

Considerando los antecedentes disponibles a la fecha y teniendo a la vista la evolución reciente y proyectada de la inflación, el déficit de la cuenta corriente y la actividad económica, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5%.

De la misma manera, se determinó también que los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantengan inalterados"

El Consejo, por unanimidad, aprueba el texto del Comunicado.

Se retira de la Sala el señor Ministro de Hacienda.

<u>788E-01-990916 - Modifica Capítulo III.F.4 del Compendio de Normas Financieras - Memorándum N° 24 de la Gerencia de División de Estudios.</u>

El Gerente de División de Estudios se refiere al inciso 1° del artículo 47 del D.L. N° 3.500 que faculta a este Instituto Emisor para fijar el múltiplo único para todas las instituciones financieras, el que deberá determinarse dentro de un rango que va entre 0,5 y 1,5 y que en la actualidad se encuentra fijado en 0,7.

Manifiesta el señor Morandé que es conveniente promover el financiamiento de los bancos a largo plazo, velando por mantener una estructura que evite una sobreexposición a la concentración de los pasivos del sistema financiero, señalando que el inciso 40 del citado artículo 47 establece que las facultades que dicha ley le confiere al Banco Central serán ejercidas por éste previo informe de la Superintendencia de Administradoras de Fondos de Pensiones.

Mediante Oficio N° 07615, de fecha 18 de agosto de 1999, se solicitó a dicho Organismo el informe pertinente, contestando mediante Of. Ord. N° 10551, de fecha 1° de septiembre de 1999 e informando favorablemente sobre un aumento del múltiplo único de 0,7 a 1,0, dado que se reduce el número de fondos y emisores que se encuentran excedidos en los límites de inversión en títulos de deuda bancarios y cuentas corrientes, eliminándose, además, los excesos de inversión para instrumentos de deuda del sistema financiero con vencimiento mayor a un año.

En mérito de lo expuesto el Consejo acordó modificar el Capítulo III.F.4 del Compendio de Normas Financieras, reemplazando en la letra a) del N° 1 del Título II, el guarismo “0,7” por “1,0”.

Se levanta la Sesión a las 17,10 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe