Miguel Angel Nacrur G.

De: Jorge Marshall R.
Enviado: Martes 23 de Noviembre de 1999 10:44 AM
Para: Miguel Angel Nacrur G.

Miguel Angel: las sesiones 798E y 799E son la misma que continuó el lunes. No corresponde hacer actas separadas.
Atte. JMR

De acuerdo a lo citado precedentemente, SE ANULA EL N° DE ACTA 799E.

CECILIA NAVARRO GARCIA
Jefe de Prosecretaría

Santiago, 25 de noviembre de 1999

BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N°798E

Análisis de Política Monetaria Mensual

BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 798E
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el viernes 5 de noviembre de 1999

En Santiago de Chile, a 5 de noviembre de 1999, siendo las 15,35 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 señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Alfonso Serrano Spoerer.

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;
Secretario Ejecutivo Gabinete de la Presidencia, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;
Jefe de Prosecretaría Subrogante, señora Marta Prat Huerta.

Inicia la Sesión el Presidente señalando que ésta ha sido convocada para tratar la instancia monetaria mensual y cede la palabra al Gerente de la División de Estudios quien presenta el siguiente Informe:

Economía Internacional: En el mes de octubre pasado no hubo noticias demasiado significativas debido a que la mayoría de los precios commodity se mantuvieron en los niveles que se venían observando desde el mes de septiembre y que se han consolidado en niveles más altos que lo que existía a principios de año. Las noticias han venido, más bien, por el lado financiero y no en octubre sino que a comienzos de noviembre. Ayer hubo un aumento importante de la tasa de interés de política del banco central europeo de 50 puntos base, de 2,5% a 3%, y un aumento también en la tasa de referencia del Banco de Inglaterra de 25 puntos base. En los próximos días está la reunión del FED donde después de estos antecedentes europeos es extremadamente probable que haya un incremento de tasa de instancia de Estados Unidos de América y la pregunta que queda por dilucidar es de qué cuantía va a ser este aumento. Por ahora, aparentemente lo más probable parece ser 25 puntos base, pero no se puede descartar de que en ese momento sea de 50 puntos base o más. La información en Estados Unidos es bien fluida en el sentido que todas las semanas prácticamente hay indicadores que ponen nervioso al mercado respecto a la actitud que mantenga el FED con su tasa de referencia. Las tasas de mercado en Estados Unidos y Europa también han mostrado tendencia al alza en el corto plazo. En el caso de América Latina los spread sobre las deudas se han mantenido bastante estables durante el último mes, con algunas mejorías a nivel de la región como un todo, es algo marginal para el caso de Chile.

En los mercados financieros locales es donde ha estado más la acción en estas últimas semanas. Ha habido una tendencia al alza en toda la estructura de tasas a diferencia de lo que estaba ocurriendo hasta septiembre en que estaban subiendo sólo las tasas medianas y largas. En las últimas semanas ha habido un incremento importante de las tasas más cortas a 90 días en particular en los mercados locales. En este contexto, los agregados monetarios han mantenido en octubre una tendencia de crecimiento positiva confirmando lo que se apreciaba

en septiembre. Los agregados más amplios de crédito también han mostrado mejoría aunque más tenues.

A pesar de que las condiciones financieras externas han mejorado, los flujos de capitales siguen bastante ausentes en Chile y también en la mayoría de los países de América Latina y economías emergentes. Esto se ha reflejado, entre otras cosas, en el aumento de tasa que se ha mencionado y en una depreciación bien importante del tipo de cambio, tanto observado como multilateral, aunque con más fuerza el observado que el multilateral sin existir ninguna duda. Hay una serie de factores coyunturales que podrían estar detrás de esta dualidad entre aumento de tasas por un lado y aumento del tipo de cambio por el otro. Dentro de esos factores coyunturales se menciona recurrentemente el efecto del milenio y eventualmente algo también el hecho de que haya elecciones en diciembre. Existe cierto consenso, a nivel de mercado, en el sentido que despejados estos factores hacia principios del próximo año también debiera sacarse algo de la presión que hoy día existe por lo menos en la punta más corta de la estructura de tasa y en parte también en el tipo de cambio.

Tomando en conjunto los movimientos anteriores, es decir, tipo de cambio que se ha depreciado y unas tasas de interés que se han ido al alza, nuestro indicador de condiciones monetarias señala, para el mes de octubre, todavía un nivel más bajo que el del mes anterior, por tanto una situación de la política monetaria más expansiva que en el mes anterior. Sin embargo, el grueso del efecto de la política monetaria se está transmitiendo a través del tipo de cambio en lugar de las tasas de interés de mercado.

En relación a la actividad de gasto y empleo hay bastante más evidencia de que hay un quiebre de tendencia en materia de actividad económica, y en septiembre se va a obtener un número azul por primera vez en muchos meses, en torno a 1% como variación en 12 meses y es posible que este número se vuelva a repetir, o algo mayor, todavía en el mes de octubre. Hay una serie de indicadores que van en la dirección de recuperación, que están mencionados acá, como las ventas inmobiliarias, las ventas de consumo durable, la producción de bienes industriales una vez que uno le saca el efecto estacional, el dinero, el crédito, los permisos de edificación. Las importaciones son, tal vez, una de las variables que se ha ido quedando un poco más atrás en cuanto si bien muestran un crecimiento positivo en el margen, los niveles están todavía por debajo de lo se había previsto para esta época del año hace un tiempo atrás.

En Política Fiscal no hay mayores novedades respecto de lo que se conversó en el Informe Trimestral del mes de octubre, tal vez sólo señalar que en el día de hoy se llegó a un acuerdo respecto de un reajuste de los salarios públicos de 4,9% que por lo dicho por el Subsecretario de Hacienda está dentro de lo que es financiable en el marco de la Ley de Presupuesto que se ha discutido en el Congreso.

Con respecto a la Balanza de Pagos, la información preliminar del mes de octubre señala que hubo en ese mes un superávit de 64 millones de dólares con un nivel de importaciones muy similar al mes de septiembre, 1.254 millones, y todavía habría un superávit tanto en la cuenta corriente como en la cuenta de la balanza comercial.

En precios y salarios, la información que se ha entregado el día de ayer señala una inflación anualizada del 2,5% al mes de octubre de IPC efectivo y una cifra muy similar en el IPC subyacente de 2,6%. Estas cifras están claramente por debajo de la proyección que había para el año y su conjunto hace varios meses atrás, revela que por ahora no se vislumbran presiones alcistas importantes sobre el IPC en el corto plazo, a pesar de la depreciación del tipo de cambio y a pesar también del aumento del IPM.

En términos de las repercusiones potenciales del aumento del IPM sobre el IPC, el IPM ha subido el 10,1% en doce meses. Se ha estado observando la relación entre las cifras IPM/IPC y es muy difícil encontrar una relación clara entre los movimientos de los dos índices. Puede que no sea algo extraño puesto que lo que se está observando, en la actualidad, es un ajuste del tipo de cambio real, y el cuociente entre el IPM y el IPC es un indicador indirecto del tipo de cambio real en cuanto a que el tipo de precios que se mide en el IPM se asemeja más a un

indicador de precios transables, en tanto el IPC se asemeja más a uno de precios de no transables, de modo que la ausencia de correlación muy cercana entre los dos índices no es rara en el sentido de que el tipo de cambio real es una variable que se mueve por las condiciones generales de la macroeconomía, de modo que el traspaso del aumento del IPM al IPC no es algo ni automático ni nítido, aunque sí es una señal a considerar.

Las remuneraciones nominales han venido cayendo en términos de tasa de variación anual. Al mes de octubre hay una variación de 5,6% nominal, dos puntos y medio por debajo de la tendencia que había en la misma época el año pasado, pero esta indicación ha sido claramente más lenta que la disminución en los precios generales, por lo tanto, hay una cierta reticencia de los salarios reales a caer en conformidad con el ciclo económico. Interesante es también contrastar esta cifra con la de aumentos de los salarios públicos, porque es muy probable que estas remuneraciones nominales que representan más al sector privado que al público tiendan a seguir cayendo hacia el próximo año, por lo menos hasta la mitad del próximo año, como reacción frente al alza del desempleo, en cambio la del sector público parece que va subiendo.

Como conclusión y reiterando lo señalado, las noticias más relevantes no están, a diferencia de los meses anteriores, por nuestra inquietud o ansiedad, porque la economía va a comenzar a recuperarse, sino más bien por los fenómenos que están ocurriendo en los mercados financieros, tasas de interés y tipo de cambio en particular, lo cual a su vez se vincula a lo que está ocurriendo con el resto del mundo, por lo que se abre una serie de interrogantes respecto a la sincronía que deben tener nuestras políticas internas frente a las políticas de los países de la OECD. Actualmente, existe una política monetaria claramente expansiva que es coherente con la intención de facilitar la regularización de la actividad económica, pero lo que está ocurriendo en el resto del mundo es que los bancos centrales se están moviendo en la dirección opuesta, hacia políticas monetarias más bien contractivas con las presiones que esto pudiera tener sobre las tasas de interés interna. Eso es lo que abre la discusión en término de nuestras opciones.

El Presidente ofrece la palabra para comentarios.

El Gerente de la División Internacional complementa el Informe con algunas noticias sobre mercado externo que han aparecido hoy día, señalando: "salieron datos del mercado laboral de los Estados Unidos que mostraron una pequeña reducción en la tasa de desempleo, pero que no fue un mensaje muy intranquilizador porque al mismo tiempo la cifra de creación de empleo fue extraordinariamente baja, por lo que no se ven presiones inflacionarias de costos por el lado del mercado laboral. En forma paralela a ello salieron declaraciones de un oficial del FED que fueron más bien optimistas tratando esas cifras como buenas noticias en el sentido que la economía crece, sin la existencia de presiones inflacionarias, a una tasa de 4%. La respuesta a eso fueron que las tasas largas bajaron de nivel y están en el 5,9% las tasas de 10 años que hace pocos días atrás estaban en 6,2% - 6,3%. La Bolsa sigue subiendo y el Dow Jones se empina sobre los 10.800 puntos, otra vez. Entonces, cuando uno mira por una parte los indicadores y por otra la reacción del mercado, se siente entre dos fuerzas. Por un lado, los indicadores dirían "el FED no va a tener seguramente que subir la tasa esta próxima vez", pero dada la respuesta que está teniendo el mercado, el riesgo que corre el FED que la economía se sobrecaliente si no actúa, me parece todavía más alto. En balance, estoy de acuerdo con lo que señaló Felipe (Morandé) en el sentido de que lo más probable es que el FED tenga que aumentar la tasa, a pesar de estas noticias relativamente favorables que acaban de salir, de lo contrario vamos a ver un impulso de gasto adicional por la vía de la Bolsa y por la vía de la reducción de las tasas largas.

El otro elemento a considerar es el nivel de las importaciones de octubre. Este es más o menos el mismo que el de septiembre, pero a diferencia de septiembre, octubre es un mes de importaciones estacionalmente elevadas. Se dice que el comercio importa en el mes de octubre, para tener stock para la pascua y para el período de verano. El nivel de ellas es como

10% menor que el nivel de las importaciones de octubre del año pasado, que tampoco fueron particularmente altas. En ese sentido, creo que hay en eso una señal de un ritmo de recuperación de la actividad, y particularmente del gasto, muy pausado. Si observamos las tasas de crecimiento en doce meses de la demanda agregada, éstas siguen estando en niveles negativos, o sea, creo que la tasa en doce meses de la demanda agregada no va a llegar a nivel positivo en septiembre como va a llegar el Imacec, dadas estas cifras de importaciones, y menos aun en octubre, por lo tanto creo que seguimos en una economía en recuperación, pero con una demanda agregada extremadamente débil".

El Presidente manifiesta lo siguiente:

"Pienso que la dirección en que se mueve la economía, todo indica que ya es positiva aunque moderada y creo que nos interesa que sea moderada para evitar reproducir desajustes del pasado por impulsar demasiado fuerte la economía. La moderación en la recuperación, mientras se mantenga la recuperación y estemos dentro de nuestras proyecciones de alrededor de 5% para el año próximo, me parece una noticia positiva. Sin embargo, percibo en el campo financiero algunas dificultades relativamente complejas. Las tasas internas han estado al alza, con cierta fuerza en días recientes aunque hoy día se moderaron marginalmente un poquito y eso motivó que ayer decidiéramos declarar desierta la licitación significando que dejamos en el mercado algo más de liquidez de lo que habría de otra manera, pero al mismo tiempo, no reconocemos una tasa de interés que consideramos relativamente elevada para los papeles del Banco Central. Sin embargo, también vemos presiones en el campo cambiario, entonces nos encontramos en una circunstancia en la cual, si tratamos de intervenir muy fuerte en las tasas medianas y largas para evitar el alza que se ha visto en los últimos días, lo que tendríamos como resultado sería probablemente un aumento de las presiones en el lado cambiario. Las cifras de importaciones, para el mes de octubre, probablemente tienen un componente de peso relativo y no solamente un componente de gasto global, de modo que es muy probable que el tipo de cambio esté influyendo en el hecho de que las importaciones de octubre son más bajas de lo que esperaríamos y si ese fuera el caso y continuamos en el mismo camino, lo mismo esperaría para noviembre, con lo cual el aspecto de la demanda, el aspecto gasto interno en la reactivación, no estaría jugando un papel positivo si no más bien de freno, mientras que el papel expansivo lo estaría jugando básicamente el sector externo por la vía de las exportaciones. Ese es un juego complicado si es que fuera permanente y también complicado si fuera transitorio y eso es lo difícil que percibo en la situación. Si fuera permanente, tendríamos que esperar un traspaso eventual a precio de alguna parte del incremento del cambio nominal que hemos tenido en el último tiempo. Si en cambio fuera transitorio, perderíamos el efecto que tenemos en el lado de las exportaciones, que es lo que está sosteniendo aparentemente la economía más allá del gasto, o sea, tenemos aquí una situación que es complicada de manejar y que probablemente obliga a pensar en varios mercados más que en uno solo, entonces uno tendría que considerar en esta circunstancia lo que está ocurriendo en el mercado monetario financiero con las tasas de interés en conjunto con lo que está ocurriendo en el mercado cambiario con el precio del dólar. Tengo la impresión de que precios como los que hemos tenido, en el pasado reciente, no son precios que puedan sostenerse por mucho tiempo, aunque todavía no tenemos el cálculo de la División de Estudios sobre el tipo de cambio real. Este es un dato que me parece importante para poder juzgar la situación cambiaria.

Adicionalmente a esto, aparentemente el papel que el Fisco va a jugar el año próximo no va a ser un papel de estímulo a la demanda. Digo "aparentemente" porque todavía no tenemos la cifra del presupuesto ni tenemos un buen análisis de su contenido, pero tal como se ven las cosas y por lo que las autoridades fiscales han señalado reiteradamente los últimos días, incluso de manera muy oficial ayer en Enade, el presupuesto fiscal estaría jugando un papel más bien restrictivo, de modo que el crecimiento de la economía va a depender muy fuertemente sobre lo que ocurra con las variables monetarias y financieras y aquí me vuelve a surgir la pregunta de la significación del índice de condiciones monetarias. Mi consulta es si tenemos para atrás una construcción del índice que permita correlacionarlo con otras variables y cómo se ve esa correlación. Le pediría a Felipe (Morandé) que nos comentara sobre eso porque también es un punto importante a conocer para poder interpretar este indicador, que

dado el efecto que según parece se está produciendo hacia el efecto monetario, esencialmente por el sector cambiario, ese indicador pasa a ser un indicador muy importante para nosotros. Lo tradicional ha sido mirar las tasas de interés, pero ahora tenemos que el efecto monetario está básicamente en lo cambiario, mientras que las tasas de interés internas tienden a mantenerse relativamente más elevadas de lo que nos gustaría dada la tasa de instancia, ese punto se convierte ahora en un punto crucial para el análisis que podamos hacer de la situación.

Finalmente, creo que los agentes en general, por las declaraciones que uno lee en la prensa de analistas y de economistas, piensan que la situación cambiaria actual es transitoria. Yo no tengo muchos elementos como para poder sacar una conclusión muy firme sobre eso. Naturalmente, si eleváramos nuestras tasas de interés y revirtiéramos la situación de arbitraje de tasas, seguramente habría una situación distinta en el mercado cambiario; pero no estamos en condición de hacerlo dado que la recuperación de la economía es todavía incipiente y por lo tanto, no parece estar muy cercano o muy inmediato el momento en que podamos actuar sobre las tasas de interés, salvo que se produzcan en el exterior eventos que nos lleven necesariamente a eso, o sea, un aumento relativamente importante de tasas de interés en los Estados Unidos. Ya subió medio punto la tasa en Europa, subió la tasa en Inglaterra 0,25%- de modo que hay ahí ya elementos que tienden a agravar la situación de arbitraje en las tasas tal como las tenemos, lo cual llevaría probablemente a impulsos adicionales en el lado del tipo de cambio. Por último, tenemos un fenómeno bien definido que está influyendo en todo esto que es el tema año 2000, cuya influencia se ve en las demandas de liquidez, en las demandas de cobertura, etc. Ahí tenemos un elemento adicional que puede convertirse en una traba a mantener el presente grado de estímulo en la economía, durante un período un poquito más prolongado. Podría ocurrir que por razones año 2000, externas más que internas, pudiéramos tener una presión adicional al alza de las tasas de interés y del tipo de cambio al mismo tiempo, de modo que veo muy favorablemente las indicaciones actuales de cambio de la tendencia de la economía, pero veo que en la situación coyuntural de muy corto plazo tenemos ciertos riesgos en el campo monetario y financiero que tenemos que analizar cuidadosamente para ver cómo enfrentarlos".

El Consejero señor Marshall señala lo siguiente:

"Consulto si lo que estamos observando en el mercado financiero lo podemos definir estrictamente como algo transitorio o si tiene elementos de algo que sea más permanente. Si nuestro análisis es que la actividad económica todavía muestra señales débiles de reactivación interna, ese diagnóstico es relativamente contradictorio con aquél que anticipa un movimiento del Banco Central al alza en las tasas, dentro de las próximas semanas o dentro de un par de meses o a más tardar en enero como se señaló ayer en ENADE. Creo que es importante descartar eso porque si es ese el factor que está influyendo, no solamente tenemos un fenómeno transitorio sino que además está contaminado por una expectativa relativamente inminente de cambio de la tasa de instancia del Banco Central. En el análisis que ha hecho hasta el momento la División de Estudios lo que se observa es que la actividad económica todavía no muestra señales tan fuertes como para que el mercado tenga expectativas de aumento relativamente pronto de tasa de interés. Menciono esto porque creo que el tema principal, a mi juicio, es el tema transitorio, pero me gustaría descartar este otro aspecto, porque en otras circunstancias ello nos llevaría a revisar derechamente la instancia, o sea, si hay una expectativa clara la pregunta es si la tasa de instancia que tenemos actualmente es la adecuada o no".

El Consejero señor Piñera manifiesta lo siguiente:

"En esa línea, la impresión que da es que la gente cree que la tasa de instancia va a subir muy pronto, más que por la actividad económica misma es porque el tipo de cambio está muy alto, entonces para parar el tipo de cambio vamos a subir la tasa de interés y no vamos a usar ningún otro instrumento distinto a ese para bajar el tipo de cambio. Ahí me surgen dos preguntas: 1) si efectivamente nosotros como Banco Central vamos a mantener hasta el final nuestra política de que el tipo de cambio es libre cualquiera sea su nivel, con lo cual sólo podemos subir la tasa de interés; y 2) según las certificaciones que hay, como lo ha

comentado Camilo (Carrasco) gran parte de la poca entrada de dólares al país es también efecto del año 2000, entonces si nosotros eventualmente pasamos al año 2000 va a haber mayor liquidez y si eventualmente, lo que es altamente probable, levantamos el año de las restricciones para la entrada de capitales, ambos elementos sumados puede realmente originar que el alza del dólar no sea algo tan permanente".

El Gerente de la División de Estudios señala: "En la minuta que se distribuyó sobre consideraciones acerca del tipo de cambio, tasas de interés, se tocan varios de estos puntos, por lo menos desde una perspectiva conceptual. Ahí se distinguen entre factores transitorios, cíclicos y más permanentes que pueden tener influencia sobre el comportamiento de estas variables en la actualidad. Dejando afuera los aspectos más permanentes, por ahora, el problema que hay hoy día, a mi juicio, es la dificultad que podríamos tener para distinguir claramente entre los efectos de los factores transitorios de los efectos de los factores cíclicos más que nada. Los factores transitorios son el cambio de milenio y sus efectos sobre la liquidez interna y externa y potencialmente también algún grado de incertidumbre frente a la elección presidencial, y los efectos cíclicos se refieren a la evolución de las tasas de interés externas, las tasas en Europa, la evolución del ciclo de actividad en Chile, la renovada expectativa de un aumento de la inflación hacia el próximo año y la evolución también de la demanda externa de los términos de intercambio de nuestra economía. Lo difícil es que, para despejar acá, es que ambos tipos de factores tienden a tener un impacto positivo sobre las tasas de interés, aunque los efectos debieran ser más bien contrapuestos en el caso del tipo de cambio. El cambio de milenio, por las razones que hemos discutido en otras reuniones, claramente tiene un impacto más nítido sobre la punta más corta de la estructura de tasa, es decir, las tasas a 90 días y de ese orden que son las que han estado subiendo con fuerza en los últimos días. En cambio, los efectos de orden más bien cíclico, como el aumento de las tasas externas, como la perspectiva de que entramos en una nueva fase dentro del ciclo económico y en general las buenas perspectivas que se auguran para la economía chilena durante el próximo año, apuntan en la dirección de desplazar toda la estructura de tasas hacia arriba, es decir, no sólo las cortas sino que también las de mediano y largo plazo, fenómeno que se viene observando, por lo demás, desde agosto pasado, cuestión que coincide más que nada con uno de estos factores que llamamos cíclico que es la evolución de las tasas de interés externo. Ahora último se ha agregado también una mayor convicción respecto a que el año próximo va a ser un buen año en cuanto a crecimiento y se ha agregado también este otro fantasma de una mayor inflación debido a una fase del ciclo más expansiva y también debido a la perspectiva de un tipo de cambio más depreciado. De modo que lo complejo es eso, porque claramente las medidas de política que uno puede derivar para enfrentar uno u otro tipo de factores son diferentes. Si el tema tasas de interés de muy corto plazo y depreciación del peso, también en el corto plazo, de aquí hasta fines de año está dominado por los factores transitorios, lo que correspondería hacer sería enfrentar esos factores con medidas también de orden transitorias, que han sido también discutidas, en el sentido de, por ejemplo, proveer liquidez para enfrentar la astringencia de liquidez interna en este período debido al cambio de milenio, sin tocar el tipo de cambio o sin intervenir en el mercado cambiario sobre la base de que el tipo de cambio estaría sobredepreciado en la actualidad por un fenómeno que es transitorio. En la medida en que lo transitorio desaparece, a comienzos del próximo año debiera uno esperar no que las estructuras de tasas de interés caigan necesariamente, sino que la presión sobre el tipo de cambio declinara, puesto que a esas alturas seguramente se van a ir manifestando, todavía con más fuerza, las perspectivas de un crecimiento mayor de la economía, posiblemente habría un reinicio del flujo de capitales hacia las economías emergentes y hacia Chile en particular, y un precio del cobre también más favorable, todo lo cual debiera llevar a una apreciación real a partir de algún momento pronto, inicial y temprano del próximo año. Naturalmente, en ese contexto la prescripción de política es más bien en qué momento debiéramos endurecer nuestra política monetaria puesto que es ése el instrumento que tenemos por esencia para enfrentar una fase del ciclo que ahora comenzaría a ser expansivo. Si tuviera que resumir de alguna manera, diría que, por ahora, me parece que lo más sensato sería enfrentar estas dificultades de corto plazo con mecanismos muy de corto plazo como los que han sido planteados (provisión de liquidez extraordinaria) y en cuanto a la tasa de instancia, moverla según los siguientes criterios. Uno, que es cuán presionante puede ser sobre las tasas locales lo que ocurra con las tasas externas en los próximos días y semanas, particularmente después de la decisión del FED y como segundo criterio, la sincronía que tratemos de encontrar entre el

movimiento de nuestra tasa de interés y lo que el mercado espera en relación a las perspectivas de crecimiento de la economía y de la inflación para el próximo año. Reúno estas dos preguntas que han sido formuladas, -no sé si eso contesta la pregunta de Jorge (Marshall) en el sentido de que lo que estamos observando hoy día es transitorio o permanente, diría que en términos de lo que es las tasas cortas y tipo de cambio es transitorio, en términos de lo que es estructura de tasas de interés en general es menos transitorio

En relación a la pregunta entre la correlación del índice de condiciones monetarias y el Imacec, hubo una minuta que se preparó en su momento para explicar lo que era el índice de condiciones monetarias y había en ella correlaciones entre el índice de condiciones monetarias y la inflación y entre el índice de condiciones monetarias y el Imacec y la conclusión es que había una anticipación del índice de condiciones monetarias respecto al crecimiento del producto bruto, el cual refleja el hecho que hemos comentado otras veces en el sentido de que, puede que en el corto plazo, de un mes para otro, por ejemplo, una depreciación tienda a ser más bien contractiva pero en plazos mayores hay claramente una relación positiva".

El Gerente General señala lo siguiente: "Esto de que si es transitorio o permanente no sé si vamos a llegar a una conclusión, normalmente estas cosas se saben después. Lo que sí es cierto es que uno puede tener, a estas alturas, ya un cierto grado de certeza de que, al menos, en lo que se refiere al tipo de cambio ya llevamos una devaluación que claramente es superior a lo que se esperaba. Llevamos ya varias semanas que estamos en el orden de $550 y mi intuición es que uno puede tener un grado de certeza importante de que, al menos de aquí a diciembre, vamos a permanecer o en este nivel o en un nivel más alto, obviamente salvo que nosotros hagamos algo. Lo que va a pasar en enero, no lo sé. Creo que la pregunta que habría que hacerse es, ¿qué pasa con la economía si acaso durante tres o cuatro meses está con niveles de tipo de cambio de $550 o $560?, ¿tiene que hacer algo el Banco Central o no? Ahí viene el problema de las opciones, yo por lo menos tengo la mía, pero creo que ese análisis es el que hay que hacer. Pienso que aunque uno pueda decir que es transitorio que pase cuatro meses el tipo de cambio en $550, creo que algunos efectos hay, por lo tanto, deseo poner énfasis en eso porque coincidiendo con el Presidente, creo que estamos en una situación financiera complicada, pero de lo que sí tenemos certeza es que al menos vamos a tener un último trimestre del año con un tipo de cambio claramente más alto del que estábamos proyectando".

El Gerente de la División Internacional, dice: "Creo que es importante anotar que desde el punto de vista de los elementos fundamentales de la macroeconomía, estamos en una situación caracterizada por holguras respecto a todas las metas relevantes para el Banco, la inflación de tendencia está en 2,6%, muy por debajo de lo proyectado para este año y la meta del próximo. El déficit de cuenta corriente corregido por términos de intercambio anormalmente desfavorables debería estar bajo el 1% del PIB en 1999. Estamos en una situación macro que tiene holguras con una demanda agregada, como decía, débil. Las complicaciones financieras que estamos enfrentando si en algo están tendiendo, tal vez a agravar estas holguras o a disminuir el ritmo al cual esas holguras se cierran. El alza de las tasas de interés por efecto del año 2000, por efecto de las alzas de las tasas de interés externas, por efecto de los temores que generan en el mercado cuando sube el tipo de cambio pensando que el Banco Central se va a ver forzado a reaccionar, tienden a ampliar esas holguras o a frenar el ritmo al cual la economía se recupera y creo es un ritmo que sigue siendo lento. Si se conocieran las cifras de octubre de importaciones me parece que la expectativa manifestada por algunos analistas de un crecimiento de 3% a octubre serían distintas. Lo que el mercado tiene en mente es un crecimiento más rápido del que vemos que la economía realmente está llevando adelante. Por lo tanto, creo que hay que pensar en las circunstancias en que vivimos, como una circunstancia financiera complicada que puede requerir de algún tipo de acción financiera para contrarrestarla, pero no un tipo de acción de política monetaria con efecto macroeconómico o de demanda agregada, creo que eso no corresponde para la situación en que estamos ni para las proyecciones que existen para el próximo año.

Creo que no son demasiadas las opciones que quedan y están fundamentalmente relacionadas. Por una parte, proveer liquidez al mercado de pesos para evitar que las tasas de interés de mediano plazo que están extraordinariamente altas estén incluso en niveles mayores. Esa opción tiene el problema que puede generar presiones cambiarias adicionales y respecto de ello, no sé si realmente nos deben preocupar esas presiones cambiarias adicionales que están alimentadas por razones financieras y no por un desequilibrio macroeconómico fundamental. Tipo de cambio en $550 - $560, incluso un poco más ¿puede ser traspasado a precio en las actuales circunstancias macroeconómicas? creo que en principio no, tendríamos que ver una recuperación demasiado rápida para que se pudiera iniciar un traspaso a precios y si esa recuperación demasiado rápida se llegara a dar, también muy probablemente habría acciones de política monetaria que correspondería tomar que tenderían, por una parte, a frenar la economía y por otra parte, a disminuir el tipo de cambio. Siento un poco la inclinación de decir "no creo que haya que preocuparse por el nivel que alcanza el tipo de cambio con respecto al cumplimiento de la meta de inflación por lo fría que está la economía y por lo importante que son las holguras que hoy día tenemos, pero supongamos de que llegáramos a la conclusión de que el riesgo es mayor y que sería tal vez conveniente, en algún nivel o en algún momento, limitar el alza del tipo de cambio. En ese caso, creo que el tipo de herramientas en las cuales uno tiene que pensar son herramientas financieras, para responder el problema financiero que está llevando el tipo de cambio a ese nivel. Cuál es ese problema financiero? El deseo de residentes en el país por tener carteras de activos mucho más concentradas en dólares que lo que la tienen actualmente y que tiende a generar presiones cambiarias, porque no hay nadie que se quiera poner al otro lado de la transacción. Al no haber flujo de capitales abundantes en razón del año 2000, en razón de ajustes financieros que se están haciendo a nivel del Federal Reserve, no hay entrada de capitales y por lo tanto, no hay ofertas de dólares que ayude a satisfacer estas ansias por realizar el ajuste de portafolio. ¿Qué alternativa queda? Alguna alternativa que ayude a que ese cambio de portafolio se dé sin una presión cambiaria tan fuerte y eso es de alguna forma una provisión de activos en dólares denominados en dólares al mercado. No estoy seguro, reitero, de que eso sea estrictamente necesario, de lo que sí estoy seguro es que esa sería la vía para enfrentar un problema si es que lo consideráramos un problema significativo".

El Consejero señor Serrano señala lo siguiente:

"Creo que hay evidencia más o menos clara de que tenemos un fenómeno transitorio. Si recuerdo bien, esta expectativa de lo que iba a pasar el próximo año que en algún momento el Banco Central iba a subir la tasa, está presente desde julio o agosto de este año, o sea, no es nada nuevo. Lo nuevo es este empinamiento que tuvo la curva de rendimiento ahora, a partir de mediados de octubre, que refleja los efectos del famoso cambio de milenio, o sea, está claro de que hay un aumento de las tasas como consecuencia del alza que hubo afuera producto de este fenómeno y frente a eso no hay muchas opciones. Creo que lo único sensato es lo que ya se ha dicho acá, o sea, hay que crear una facilidad crediticia para que el sistema financiero tenga la liquidez y tenga certeza de que van a tener una liquidez a un determinado precio durante un período prefijado de tiempo y eso creo que es un punto que tenemos que despejar y despejarlo pronto, porque de lo contrario, vamos a seguir con todo este problema de que las licitaciones no salen, tenemos que declararlas desiertas, las tasas se nos van mucho más arriba de lo que sería razonable esperar, etc. Respecto de medidas ya más permanentes, de preocuparse de qué va pasar con la demanda agregada, con la meta de inflación el próximo año etc., creo que es muy temprano a estas alturas plantear alternativas de política para ese evento, salvo que sucediera algo que va más allá de lo esperado que es la decisión del FED, por ejemplo, que no fuera sólo un alza de 25 puntos base. Yo diría que habría que pensar en alguna medida de política adicional, pero con la información que disponemos hoy día, lo único urgente de atacar es este problema del cambio de milenio y para lo cual creo que existen herramientas para enfrentarlo. Respecto al tipo de cambio, me parece que no es necesario intervenir y si fuera necesario hacerlo en un futuro cercano, probablemente la forma más efectiva de hacerlo sería con papeles. Estoy confiando que, en algún momento, se provean en el mercado los mecanismos de cobertura que se están demandando y me parece que los fondos de pensiones son los agentes naturales para proveerlos. Si eso no sucediera, es posible que sea necesario sacar papeles nuestros".

El Consejero señor Marshall manifiesta lo siguiente:

"Tengo una duda respecto a lo que planteaba Camilo (Carrasco). El dice que existe preocupación por el dólar. Si algo el Banco Central ha manifestado es una preocupación por la tasa de interés, no por el dólar, o sea, lo que nosotros dijimos ayer es que la tasa de interés tiene un techo, no hemos dicho que el dólar tiene un techo, entonces, dada la turbulencia o dada la incertidumbre que hay tengo certeza de que de aquí a diciembre, tanto la tasa de interés como el dólar van a estar por arriba de lo que están ahora. Respecto a esos dos hechos, de los cuales nosotros sabemos y el mercado sabe, el Banco Central en este momento empezó por uno, y dijo: la tasa de interés me preocupa, no puede subir mucho, el otro no me preocupa, lo cual a esta altura es, a mi juicio, un mensaje nuestro que el mercado, de alguna manera, no sabe leer bien".

El Gerente General expresa lo siguiente:

"Creo que más que lo que nosotros creamos o queramos, lo importante es cómo el mercado ve las cosas y tengo la impresión de que el tipo de cambio ha llegado a niveles en que una parte del mercado empieza a pensar que es un nivel complicado para la meta de inflación. Creo que si acaso uno, de aquí a fin de año, piensa que ese nivel de tipo de cambio no sólo se puede mantener sino que incluso subir, vamos a estar en problemas si el Banco Central no hace nada, porque se nos va a acercar la elección y después se acerca fines de diciembre en que la turbulencia del año 2000 puede ser incluso mayor. Vamos a estar con las manos bastante amarradas y el mercado sabe cuando el Banco Central está en estas condiciones y de repente nos podemos encontrar con un tipo de cambio bastante alto".

El Presidente manifiesta lo siguiente:

"Entrando a las proyecciones de política, solo quiero enfatizar un punto que también comentamos ayer. Si nosotros actuamos sobre la tasa de interés para dar la señal de que hay un cierto techo y no dejamos que el mercado exprese su propio equilibrio, lo que vamos a hacer es estimular alzas del dólar todavía mayores. Esto para mí es absolutamente claro: no veo cómo el mercado podría reaccionar de otra manera a una señal del Banco Central que dice "no vamos a dejar que el mercado lleve las tasas donde las quiere llevar al nivel del precio del dólar que existe"; la reacción natural del mercado es decir "bueno, el precio del dólar va a subir más" eso es evidentemente así. Ahora, hay un cierto grado de distancia entre eso y subir la tasa de instancia porque lo que está en este momento en problemas no es la tasa de instancia, sino que es el resto de las tasas que se han ido separando claramente de la tasa de instancia y no sé si un aumento de 25 puntos base va a causar algún efecto en eso. Creo que si encontráramos una situación de esa naturaleza y hubiera que subir la tasa de instancia, habría que ser un poquito más arriesgado en materia de subir la tasa de instancia un cuarto de punto. No estoy preparado para proponer esto, estoy haciendo simplemente un análisis, creo que la economía todavía está demasiado débil para ir por ese camino.

El otro aspecto que está vinculado con eso es que hemos visto que las tasas medianas y largas vienen subiendo desde hace algún tiempo y que recientemente también tuvieron un alza. Supongamos, por ejemplo, por un momento que nosotros establecemos una ventanilla especial a un costo penalizado respecto de la tasa de instancia, ¿qué pasa con la tasa de instancia? Estos préstamos de liquidez son seguramente de bastante corto plazo, por lo tanto van a estar en mercados similares al de la tasa de instancia. Si se dice que estamos dispuestos a hacer una ventanita al segundo tramo de liquidez, por ejemplo, o a la tasa de instancia más 100 puntos base, qué rol juega la tasa de instancia ahí, cuando lo que estamos haciendo realmente es proveer liquidez no a 5% sino a 6%. Qué señales estamos dando en realidad al mercado en materia de tasas de interés cuando hacemos algo así, a menos que lo racionemos, a menos que digamos "esta ventanilla especial es para tanta plata por banco o para tanta plata en proporción a los créditos totales que tiene, o por tanta plata en relación a los depósitos". A menos que lo racionemos, no podemos decir "aquí hay una ventanita al 6%" si al mismo tiempo decimos que hay otra ventanita al 5%, porque obviamente va a haber arbitraje entre las dos ventanitas. La plata es fungible, entonces ¿cómo funciona una ventana especial

para que no se contradiga con lo que hacemos en materia de tasa de instancia, habría que racionarla?"

El Gerente General dice que no entiende el asunto de la ventana y dice "Creo que la política monetaria que hay aquí en Chile se hace de una manera tal que el asunto de la ventana no funciona. Si hay algo que hay en Chile es liquidez. El papel del Banco Central es dejar en el mercado, mediante los cupos que licita, la liquidez que cree que es necesaria. Por lo tanto, no entiendo el mecanismo de la ventana porque eso sería adicionar aún más liquidez. El Banco Central puede proveer liquidez simplemente bajando los cupos y ésa es una de las razones por qué se estaba planteando que en el mes de noviembre se licitaran papeles a 30 días para que el mercado supiera que en diciembre va a haber más liquidez de la que ya hay. En diciembre hay, por decir algo, 1.300.000 millones de pesos que vencen. Eso, si en un momento dado en el mes de diciembre los bancos quieren mantenerlo en pesos, es cosa que no nos compren papeles y qué es lo que va a pasar, que la tasa de interés se va a ir para arriba y el Banco Central va a decir "yo declaro desierto" y van a nadar en liquidez los bancos. Por eso no entiendo bien el asunto de la ventanilla. La única forma que veo es que la ventanilla tendría que ser como una línea de crédito de más largo plazo, no una línea de crédito de liquidez de un día. Sin embargo, tampoco le veo sentido a esa línea de más plazo si no es para situaciones de bancos muy especiales, no es para el mercado, es para decirle a un banco "mire usted señor, no tenga miedo de que se va a quedar con problemas porque los otros bancos no le van a prestar, sino que yo le voy a prestar contra cartera de crédito suya si es que hay bancos complicados. Hay una situación ahí de banco a banco, pero no creo que ese sea el problema que estamos viendo ahora".

El Consejero señor Serrano expresa lo siguiente:

"Discrepo un poco de Camilo (Carrasco). El análisis está perfectamente bien hecho pero eso supone que los bancos saben cuáles son las intenciones de nosotros, o sea, la manija siempre la tiene el Banco Central; pero qué pasa si no declara desierto los cupos, qué pasa si le suben la tasa, los bancos no tienen por qué saber, no tienen certeza, siempre tienen un grado de incertidumbre de cómo va actuar el Banco Central. Es cierto, van a vencer no sé cuántos papeles, es verdad pero cuál va a ser la tasa de mercado, qué es lo que estamos viendo hoy en el mercado, estamos viendo que se levanta la tasa de interés, ¿por qué?, porque los bancos tienen que pagar un premio a los depositantes para conseguir fondeo, entonces, qué es lo que persigue la facilidad crediticia, decirle a los bancos "mire, no tiene para qué pagar más premio, porque va a tener liquidez en diciembre y la liquidez no se la voy a dar a un día, se la voy a dar a un mes para que pase el mes de diciembre. Le voy a dar liquidez a comienzo de mes y la puede pagar en la primera quincena de enero y aquí hay tanta plata para esto. Eso da una certeza, se sabe lo que va a pasar. Lo otro es incertidumbre y eso se refleja en las tasas de hoy día".

El Gerente de la División de Estudios, dice: "El punto esencial es lo que dice Alfonso (Serrano) en el sentido que lo que se está señalando con la ventanilla es una línea de crédito preferencial con una estructura de plazo que no es la misma que en la operatoria de los bancos en el día a día, una estructura de plazos diferentes. Lo que sí puede hacerse es ponerle una cota en términos del monto que está disponible en esa línea, una cota que sea más o menos grande de modo que no sea a lo que el mercado quiera, creo que una baja de tasa así es importante. Eso es perfectamente compatible con la tasa interbancaria del 5% como una cuestión transitoria. Eso no significa que el mecanismo que propone Camilo (Carrasco) sea muy distinto al final del día, de emitir papeles más cortos, si se puede calibrar bien esa operación son muy similares después de todo".

El Gerente de la División Internacional, manifiesta: "Por la misma razón que se sugiere que mediante la ventanilla se tienda a fijar la tasa de interés para plazos mayores que el de un día, me inclino por preferir la emisión de papeles cortos a plazos que son más aceptables y buscados por los bancos, que ponerle un techo a la tasa mediante una ventanilla. Creo que el primero es un instrumento un poquito que se sale de la línea de lo que el Banco ha venido haciendo anteriormente y por lo tanto, puede ser mal percibido o generar un precedente inconveniente. Si el problema es, como lo hemos diagnosticado, un problema relacionado con

el año 2000 de que quieren tener más vencimientos para enero, papeles a 30 días en vez de papeles a 90 satisfacen el problema y deberían quitar, por esa vía, la presión sobre las tasas de interés".

El Consejero señor Piñera opina que ahí se deja en la incertidumbre el precio al cual se van a vender a 30 días.

El señor Le Fort contesta diciendo "se licitan los papeles a 30 días, se tienen que fijar los cupos de tal manera que no sean colocaciones por un valor excesivo, deberían ser menores a los cupos relativamente normales, o sea, mantener una situación de liquidez algo más holgada que lo de siempre. Ahora, si el origen de la presión sobre la tasa de interés es distinto a este problema transitorio relacionado con el año 2000, esto no lo va a solucionar y va a ser evidente que hay un problema algo más profundo, algo distinto que puede tener que ver con expectativas cambiarias y en ese caso tendríamos que pensar en una solución distinta. Lo bueno que le veo yo a actuar de esa manera es que nos permite ir aclarando más la situación junto con implementar los instrumentos, porque si fijamos un techo a la tasa de interés puede que la existencia de presiones cambiarias o problemas de otra naturaleza no se van a manifestar directamente ahí si no que se van a manifestar en la cantidad de recursos que tiendan a ser solicitados".

El Gerente General opina: "Si queremos darle la seguridad a los bancos en el mes de diciembre, por qué puede ser tan distinto abrir esta línea, que es una cosa bastante extraña dentro de nuestra política, o si no decir "señores, en el mes de diciembre el Banco Central va a proveer toda la liquidez que sea necesaria para que la tasa de instancia sea la tasa interbancaria" y por qué eso va a ser diferente a decirle "le va a dar una línea de crédito" si la línea de crédito también se la puede cortar. Si se cree que es un problema de seguridad de los bancos deberíamos hacer un compromiso todavía más explícito y más firme. Creo que la situación está en disminuir a 30 días una buena parte de las licitaciones que vamos a hacer ahora en noviembre".

El Presidente señala que la preocupación con ese tipo de anuncio fue que el mercado estaba manteniendo tasas de interés que empujaban para arriba con el tipo de cambio existente, lo cual si se dice " voy a garantizar que la tasa de interés no se va a ir para arriba" el empuje por el lado cambiario puede ser bastante mayor.

El Gerente de la División de Estudios, respecto a la reintroducción del PRD, manifiesta lo siguiente: "Creo que hay que considerarlo en toda su dimensión con todos sus costos y sus beneficios y la evaluación que hago, por lo menos, es que reintroducir PRD es abiertamente una intervención cambiaria y eso puede generar una serie de aprensiones en el mercado que nos pueden volver un poco al escenario del año 1998. En el fondo, pueden pasar muchas cosas, entre otras, que después de una colocación de PRD o de una venta en reserva, cualquiera de las dos opciones, el mercado lo absorba muy fácilmente, porque además vamos a colocar 120 millones de dólares en un mes -Endesa coloca 15 millones en un día-, por lo tanto, probablemente tenga un efecto muy disminuido en el mercado y puede abrir todo un tipo de especulación respecto a qué es lo que va a hacer el Banco Central a continuación. Si no tiene ningún efecto hacia el tipo de cambio la colocación de 120 millones en un plazo de cuatro semanas, eso inevitablemente va a dejar al Banco en opción de o colocar más PRD o colocar dólares directamente spot o subir las tasas, y si nos vamos a la última de estas opciones, subir las tasas en esas condiciones es subirlas como algunos de los niveles que tuvimos el año pasado, es decir, no de 5% a 5,25% o a 5,50%, sino que derechamente de un viaje a 6% o algo por el estilo, así que se está enfrentando a esas alturas un problema de especulación cambiaria. Me da un poco de susto esta opción por el tipo de lectura que haría el mercado respecto a esto y por el tipo de dinámica si es que se genera la relación entre el mercado y el Banco Central como la que vivimos el año pasado. Si esa fuera la alternativa, me parece más recomendable, incluso en el corto plazo, irse más por la línea de subir directamente la tasa de instancia, para aplacar de ese modo la discrepancia que hoy día existe entre las tasas muy cortas y las tasas cortas y largas, incluso diría que en un escenario en que el FED se pone muy

duro esa sería casi la única opción por tomar e incluso, tengo la impresión que si nosotros subiéramos la tasa de instancia relativamente pronto, antes de fin de año, podríamos hasta provocar un cierto efecto hacia la baja en las tasas de mercado en el corto plazo, en el sentido que por lo menos como una medida preventiva disminuye la presión que estuviera en el mercado de la otra dinámica, de la intervención y de los aumentos de tasas de interés que tienen que ser en definitiva más altas una vez que se ha producido la intervención.

Y si bien es cierto la recuperación ha sido lenta y dificultosa, no le tengo tanto temor a un aumento de tasa de instancia antes de lo que habíamos previsto, porque de lo que estamos hablando no es de una política de ajuste monetario, sino que de una política más bien de normalización de tasas. Estamos con tasas, hoy día, que son claramente bajas para lo que ha sido la historia reciente, de modo que moverse hacia arriba hoy día desde el 5 es más bien moverse en una dirección hacia una posición más neutral, considerando los rezagos que tiene la política monetaria, incluso en Chile que son muchos más cortos que en países industriales estamos hablando entre 6 y 10 meses, estamos hablando de efectos que podría tener una política que ni siquiera es muy restrictiva sino que solamente tenuemente más neutral de lo que existe hoy día, tendría efectos eso hacia el segundo semestre del próximo año cuando es muy probable que la economía esté creciendo bastante más que en la actualidad. En la disyuntiva de enfrentar el problema financiero hoy día, si se opta por algo que vaya más allá de lo que es la provisión de liquidez propiamente tal para el fenómeno puntual del año 2000, si la disyuntiva es entre colocar PRD o intervenir el mercado cambiario o subir la tasa de instancia, yo claramente me quedo con subir la tasa de instancia".

El Presidente dice: "No comparto tu opinión, creo que la recuperación de la economía está todavía en una situación demasiado débil como para que nos anticipemos a subir la tasa de instancia. Esa opinión no la comparto a estas alturas, posiblemente la comparta dentro de un mes, cuando veamos qué pasa con Estados Unidos y qué ha pasado con las estimaciones de Imacec que, por lo que dice Guillermo (Le Fort), las importaciones no se ven muy estimulantes en el mes de octubre".

El Gerente de la División Internacional no está a favor de un alza de las tasas en este momento, cree que sería contraproducente y agrega "pienso que el origen del problema principal está en que el mercado, de alguna manera, vea al Banco Central como preocupado con el nivel que actualmente alcanza el tipo de cambio y que eso es lo que origina todos los juegos financieros en nuestra contra, que nos lleva a una situación complicada en el sentido que lleva las tasas de interés a niveles mucho más altos de los que son convenientes para la recuperación de la economía. Ese es, a mi juicio, la naturaleza del problema, y en ese sentido la colocación de PRD si es percibida como una declaración de espanto, de temor, con respecto al nivel del tipo de cambio, coincido con Felipe (Morandé) de que puede generar problemas. Creo que se puede hacer de una manera de no entregar esa impresión, porque no creo que el nivel del tipo de cambio con la condición actual de la economía sea realmente un problema. La colocación de PRD no debe estar en ningún caso dirigida a mantener el tipo de cambio en un nivel o a defender un nivel del tipo de cambio como fueron las colocaciones de PRD que se hicieron junto con toda la intervención en el año 1998. En este caso es simplemente una especie de aceite lubricante que se pone para permitir una más fácil traslación de los portafolios de activos hacia una composición más intensiva en dólares. Tal vez si los montos pueden ser pequeños cada mes, anunciar que se va a hacer un proceso de colocaciones por los próximos 3 meses por un cierto valor y tienen el efecto suficiente como para asegurarle a quienes quieran hacer esa relación de que va a haber una provisión de recursos en dólares suficiente y eso no tendría que ver con generar una señal de que 550 es mucho y que queremos pararlo a toda costa a ese nivel, eso sí que sería después muy contraproducente".

El Consejero señor Serrano señala: "Volviendo al tema de las opciones, me parecen razonables los argumentos que dio Felipe (Morandé), pero el problema con subir la tasa de instancia a estas alturas es que la tasa de instancia también actúa mucho sobre las expectativas; es una señal que afecta expectativas, entonces subirla en este momento es como pegarle un martillazo en la cabeza a algo que recién se viene asomando. Es posible que el efecto, sin analizar este tema de expectativas, provoque una moderación de las tasas a largo plazo y desde ese punto podría ser beneficioso, pero temo que el efecto señal sea complicado.

Respecto al problema de liquidez, no quiero abogar por una medida en particular para solucionar el problema, lo que sí creo que se debe hacer es, de alguna manera, despejar la incertidumbre que existe respecto al término del año, cómo se va a actuar, de qué manera se va a proveer la liquidez, etc. de manera que exista plena información respecto al escenario que van a enfrentar los bancos a fines de año: si se hace por la vía de anunciar desde ya los cupos, si se hace por la vía de decir que los papeles van a ser más cortos o si se hace por la vía de entregar una línea de crédito, me da lo mismo, lo importante es despejar la incertidumbre.

Respecto al tipo de cambio, por ahora pienso que la única señal coherente que podemos dar es que efectivamente no tenemos un objetivo para el tipo de cambio nominal, y el tipo de cambio nominal, en este esquema, puede variar y que no estamos interviniendo para sujetar ese nivel a una cifra determinada. Como dije anteriormente, confío que van a aparecer algunos mecanismos de cobertura provistos por el sector privado y no será necesario que el Banco Central entre; lo haría como última opción. Hay una emisión de bonos de La Escondida por 200 millones de dólares que deberían entrar pronto al mercado, creo que ya está aprobada, ya está inscrita en el registro de valores, ése es un buen mecanismo de cobertura, y pueden aparecer otros. Yo no me apresuraría en la parte cambiaria".

La Consejera señora María Elena Ovalle está de acuerdo en mantener la tasa, pensando en que sería contraproducente elevarla ahora porque todavía la reactivación se ve muy lenta. Con respecto a los problemas que puedan surgir por el cambio originado por el año 2000, cree que es necesario hacer una declaración pública, para que el sistema bancario tome conocimiento y tenga la certeza de que el Banco Central va a proporcionar toda la liquidez necesaria. Tampoco está inclinada, en este momento, por hacer uso de algún instrumento en especial, pero sí usar aquéllos que puedan proporcionar la liquidez adecuada.

El Presidente propone dejar la discusión hasta aquí, para continuar el próximo lunes, y encarga preparar un comunicado que tienda a decir lo siguiente:

1) Que el Banco Central se va a preocupar de que no haya escasez de liquidez en el mes de diciembre;
2) que el Banco Central quiere continuar su política de colocación de papeles en el mercado buscando mantener la tasa de instancia en el nivel correspondiente y que en este período quiere contribuir y apoyar en el cambio de portafolio que obviamente se está produciendo en la economía, pero de una manera acotada y limitada;
3) que este programa repone otros valores que están venciendo en el período; y
4) que esa reposición es necesaria para mantener un equilibrio razonable entre activos y pasivos.

El Gerente General, viendo que el tema del aumento de la instancia no tiene aceptación, aunque cree que es la mejor opción, dice que lo que haría es simplemente, en el mes de noviembre, traspasar una buena parte de las licitaciones de papeles a 30 días en lugar de hacerlo a 90 días, de manera de que éstas venzan en el mes de diciembre y darle mayor seguridad todavía al mercado que va a tener una cantidad inmensa de vencimientos en el mes de diciembre. Y en segundo lugar, si se acuerda emitir PRD debería ser con un calendario acotado, una cantidad que en total debería ser unos US$ 300 millones y con una declaración muy explícita sobre este objetivo, poniendo énfasis en decir que es simplemente una reposición de papeles que hasta ahora están en el mercado.

El Gerente de la División Internacional cree que la idea de dar señales respecto a la provisión de liquidez es super importante, le parece adecuado una colocación de papeles más corta dirigida a mantener la tasa de instancia en su nivel y también a evitar incrementos transitorios en la tasa de interés de corto plazo, como resultado de este problema del año 2000 y aclarar que ese es el sentido y la intención de la política. Piensa que si se decide volver a colocar PRD, es importante que se explique que se quiere apoyar el cambio de portafolio y que no pretende constituirse en una meta de fijar o limitar el movimiento del tipo de cambio, pero que al mismo tiempo es una señal a través de la cual el Banco Central indica que cree que no es caro para él endeudarse en dólares en este nivel del tipo de cambio, por lo cual está señalando visiones de más plazo respecto de la evolución del tipo de cambio. Van a vencer, dice, US$ 200 ó US$ 300 millones, lo que significaría una colocación neta muy pequeña a lo

mejor dado lo que se ha dicho de los espacios para lograr papeles. Agrega que pensaría en un programa un poco más amplio que ese, tal vez colocar US$ 300 millones, pero en términos netos o algo de ese orden, para en ese sentido efectivamente facilitar el apoyar el cambio de portafolio. US$ 100 millones para cambio de portafolio en total, le parece que sería un número relativamente muy pequeño dado que están venciendo estos otros papeles.

Por último, respecto a las colocaciones de papeles privados, señala que es cierto que crean un instrumento en dólares, pero de repente alguna de estas instituciones que colocan los papeles, ellos mismos van a buscar cobertura para ver qué colocar. A veces no quieren tomar ellos el riesgo en dólares. En el caso de La Escondida puede ser un caso distinto, pero otros pueden hacer una cuestión diferente, sobretodo si es que tienen expectativas un poco exageradas respecto a la evolución futura del dólar que puede ser la distorsión que hoy día se está viviendo.

El Gerente de la División de Estudios señala que la idea de vender dólares o colocar PRD en estado de régimen, no le parece mala en el sentido de que el banco tiene hoy día un desbalance enorme entre sus activos y pasivos y eventualmente sería bueno buscar un mecanismo de disminuir ese desbalance ya sea colocando PRD o ya sea liquidando reservas, pero lo que le aproblema más es cómo se está reaccionando frente al susto que da el tipo de cambio que se va para arriba colocando PRD. Agrega que le gusta más la idea del Gerente General de presentar estrictamente esto como un reemplazo de los papeles que están venciendo y no colocar más encima de esto en el corto plazo.

El Presidente encarga al señor Morandé que prepare un borrador de comunicado siguiendo el lineamiento general.

Se suspende la Sesión a las 17,25 horas y se acuerda continuar con la misma el día lunes 8 de noviembre, a las 16,00 horas.

En Santiago de Chile, a 8 de noviembre de 1999, siendo las 16,05 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del subrogante don Jorge Marshall Rivera y de los Consejeros señora María Elena Ovalle Molina, señor Pablo Piñera Echenique y señor Alfonso Serrano Spoerer, con el objeto de continuar con la sesión del día viernes 5 de noviembre en curso.

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;
Secretario Ejecutivo Gabinete de la Presidencia, don Gonzalo Sanhueza Dueñas;
Secretaria, señora Marta Prat Huerta.

El Presidente Subrogante solicita al Gerente de División de Estudios que presente el Proyecto de Comunicado encomendado por el Presidente, señor Massad, el viernes pasado.

El Gerente de División de Estudios procede a dar lectura al siguiente texto:

" El Consejo el Banco Central de Chile realizó, en el día de hoy, su reunión mensual de política monetaria, en la que se llevó a cabo un detallado análisis de la evolución de la coyuntura en las últimas semanas y de las perspectivas para el próximo año. Especial énfasis se puso en el examen del comportamiento reciente de los mercados financieros, tanto en moneda local

como extranjera, y su vinculación con los mercados internacionales y el fenómeno del año 2000.

A la luz de los antecedentes disponibles y lo que éstos permiten proyectar para el futuro a corto y mediano plazo, el Consejo resolvió mantener la tasa de instancia monetaria en su actual nivel de UF más 5%. De la misma manera, los tramos de la línea de crédito de liquidez permanecen inalterados.

La evolución favorable de la inflación y las cuentas externas, en conjunto con una significativa capacidad de producción disponible a nivel agregado, permiten proyectar un comportamiento de la inflación en línea con las metas del Banco Central y coherente con la mantención de la actual instancia expansiva de la política monetaria. No obstante, el Banco Central se mantendrá atento a los eventos internos y externos que pudieran alterar estas proyecciones.

Asimismo, ante la eventual mayor incertidumbre que pudiera afectar a los mercados financieros en las semanas cercanas al inicio del año 2000, el Consejo se hace un deber reiterar que el Banco Central seguirá proveyendo toda la liquidez necesaria para el normal y adecuado funcionamiento de los mercados monetarios y financieros.

Para ayudar a este propósito, se ha contemplado la readecuación de los cupos de títulos del Banco Central hacia una emisión mayoritaria de PDBC a 30 días durante el período de encaje que se inicia el 9 de noviembre. Se mantendrá además la política de coordinación estrecha y permanente con la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, así como con las propias entidades bancarias, en orden a garantizar la disponibilidad de liquidez y efectivo sin interrupciones".

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

Se levanta la Sesión a las 16,15 horas.

JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente

CARLOS MASSAD ABUD
Presidente

PABLO PIÑERA ECHENIQUE
Consejero

MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera

ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero

MIGUEL ANGEL NACRUR GAZALI
Ministro de Fe