



BANCO CENTRAL DE CHILE

INDICE ACTA N° 669

- 669-01-980415 Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales -
Proposiciones de sanción y reconsideración - Memorándum N° 320.
- 669-02-980415 Tratado de Libre Comercio entre Chile y México - Memorándum
N°69971 de Fiscalía.
- 669-03-980415 Modifica Capítulos XIV y XXVI del Título I del Compendio de Normas
de Cambios Internacionales - Memorándum N° 22 de la Gerencia de
División Internacional.
- 669-04-980415 Renueva restricciones cambiarias - Memorándum N° 23 de la Gerencia
de División Internacional.



BANCO CENTRAL DE CHILE

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION ORDINARIA N° 669
DEL CONSEJO DEL BANCO CENTRAL DE CHILE
celebrada el miércoles 15 de abril de 1998

En Santiago de Chile, a 15 de abril de 1998, siendo las 11,30 horas se celebra la Sesión Ordinaria N° 669 del Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Carlos Massad Abud y con la asistencia del Vicepresidente don Jorge Marshall Rivera y de los consejeros señora María Elena Ovalle Molina y señor Alfonso Serrano Spoerer.

Asisten, además, los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;
Fiscal y Ministro de Fe Subrogante, don Jorge Carrasco Vásquez;
Gerente de División Comercio Exterior y
Cambios Internacionales, don Gustavo Díaz Vial;
Gerente de División Internacional, don Guillermo Le Fort Varela;
Gerente de División de Estudios Subrogante,
don Luis Oscar Herrera Barriga;
Gerente de División Gestión y Desarrollo, don Carlos Pereira Alborno;
Presidente de la Comisión Fiscalizadora de Normas de
Cambios Internacionales, don Ricardo Vicuña Poblete;
Revisor General, don Mario Ulloa López;
Jefe de Prosecretaría, doña Cecilia Navarro García.

Se deja constancia que se ha hecho entrega al señor Ministro de Hacienda y a los señores Consejeros, de una relación de los acuerdos adoptados durante el mes de marzo de 1998, con mención de los acuerdos cumplidos o por cumplir, conforme lo dispone el número 3.- del Artículo 22 del Párrafo Segundo del Título II de la Ley Orgánica Constitucional.

- I. Pronunciamiento sobre Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 665 y 666E, celebradas el 2 y 6 de abril de 1998, respectivamente.

El Presidente presenta a los señores miembros del Consejo los Proyectos de Acta correspondientes a las Sesiones N°s. 665 y 666E, celebradas el 2 y 6 de abril de 1998, respectivamente, cuyas versiones finales se aprueban sin observaciones.



II. Se toma conocimiento de lo siguiente:

Gerencia General

Memorándum N° 019 que contiene Anexo con la información sobre la evolución de retiros, contratación de personal y cuadro estadístico sobre contrataciones a plazo fijo del Banco Central de Chile entre el 1° de enero y el 31 de marzo de 1998, el que se acompaña a la presente Acta y forma parte integrante de ella.

Memorándum N° 020 que contiene Anexo con la información trimestral de comisiones de servicio en el exterior autorizadas durante el período enero-marzo de 1998, el que se acompaña a la presente Acta y forma parte integrante de ella.

Memorándum N° 021 que contiene el siguiente informe de las deudas de terceros con el Banco Central de Chile, al 31 de marzo de 1998:

- a) Las deudas directas de terceros con el Banco Central, correspondientes a cartera cedida por la _____ alcanzan a \$ 8,60 millones. Estas deudas se extinguen en noviembre de 1999 y pertenecen a dos empresas:
\$ 7,21 millones y _____ \$ 1,39 millones.
- b) Las deudas indirectas de terceros en que el riesgo del crédito fue asumido por las instituciones intermediarias, totalizan \$ 100.227,58 millones y su participación en el total adeudado al Banco Central disminuyó de 6,68% en noviembre de 1993 a 1,89% en marzo de este año.
- c) Las deudas indirectas de terceros en que el riesgo de crédito no fue asumido por las instituciones intermediarias, alcanzaban al 31 de marzo de este año a \$ 91.775,80 millones. Al respecto cabe señalar que su participación en las deudas totales con esta Institución se incrementó desde 0,84% en septiembre de 1996 a 1,73% en marzo de 1998, producto de la venta de acciones con saldo de precio a los accionistas de _____ recibidas previamente en dación en pago al amparo de la Ley N° 19.396 (Anexos N°s. 1 y 2 que se acompañan a la presente Acta y forman parte integrante de ella).
 - Los capitalistas populares acogidos a la Ley N° 18.401 registran una morosidad de 0,16% para el _____ y de 0,96% para el _____ en tanto que los capitalistas populares de los bancos _____ se encuentran al día en sus cuotas.
 - El saldo de las deudas de los capitalistas populares acogidos a las Leyes N°s. 18.401 y 18.577, al 31 de marzo de este año ascendía a \$ 36.774,38 millones.
 - Finalmente, los montos adeudados por los accionistas de _____ por concepto de saldos de precio Ley N° 19.396, al 31 de marzo de 1998 alcanzaban a \$ 55.001,42 millones.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 669
15.04.98

3.-

Gerencia de División Internacional

Memorándum N° 21 que informa los prepagos de créditos externos efectuados durante el mes de marzo de 1998, y autorizados en conformidad al Acuerdo N° 387-07-941124.

III. Temas tratados:

- Propositiones de sanción y reconsideración acordadas por la Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales en la Sesión N° 375 de fecha 8 de abril de 1998.
- Tratado de Libre Comercio entre Chile y México.
- Modificación de los Capítulos XIV y XXVI del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.
- Renovación de restricciones cambiarias.

669-01-980415 - Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales - Propositiones de sanción y reconsideración - Memorándum N° 320.

El Presidente de la Comisión Fiscalizadora de Normas de Cambios Internacionales da cuenta de las propositiones de sanción formuladas por dicha Comisión.

El Consejo tomó nota de las propositiones de que se trata y acordó lo siguiente:

1° Aplicar las multas cuyos números y montos se indican, a las firmas que se señalan, por no dar cumplimiento a la obligación de informar sobre el resultado de las operaciones de exportación y el destino de las divisas provenientes de las mismas y al no remitir la pertinente información dentro del plazo de 60 días desde su notificación, amparadas por las Declaraciones de Exportación que se mencionan:

<u>R.U.T.</u>	<u>Declaración Exportación</u>	<u>Nombre</u>	<u>Multa N°</u>	<u>Monto US\$</u>
	155090-4		1-17380	5.142.-
	152555-3		1-17381	7.563.-
	392969-2 394626-0		1-17382	2.775.-



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 669
15.04.98

4.-

<u>R.U.T.</u>	<u>Declaración Exportación</u>	<u>Nombre</u>	<u>Multa N°</u>	<u>Monto US\$</u>
	392404-6		1-17383	4.020.-
	151967-7		1-17384	6.336.-
	392390-2	394020-3	1-17385	64.827.-
	382125-5		1-17386	1.926.-
	15099-9	130582-K	1-17387	85.947.-
	130583-8			
	391785-6	391786-4	1-17388	11.088.-
	151974-K	152028-4		
	152601-0	153288-6		
	153766-7	154451-5		
	392391-0	152027-6		
	152600-2	153287-8		
	153765-9	153915-5		
	392389-9		1-17389	95.969.-
	390844-K	390847-4		
	395279-1	129150-0		
	129906-4		1-17390	24.234.-
	394770-4	394771-2		
	394772-0	394930-8		
			1-17391	18.575.-
	152528-6		1-17392	3.226.-

2° Aplicar las multas cuyos números y montos se indican, a las firmas que se señalan, por infringir las normas del Capítulo XIV, N° 5, Punto III, letra A, Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, al liquidar divisas sin contar con la autorización previa del Banco Central de Chile:

<u>R.U.T.</u>	<u>Nombre</u>	<u>Multa N°</u>	<u>Monto US\$</u>
		1-17393	2.000.-
		1-17394	3.870.-



El valor de las multas aplicadas deberá ser pagado en pesos, moneda corriente nacional, al tipo de cambio dado a conocer por este Organismo, en conformidad a lo dispuesto en el N° 6 del Capítulo I, Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

3° Dejar sin efecto la multa N° 1-17289 por US\$ 596.- que le fuera aplicada anteriormente a la empresa por infringir las normas del Capítulo VI, Título II del Compendio de Normas de Cambios Internacionales, en las operaciones amparadas por la Planilla de Exportación N° 20599-4, considerando que el exportador acreditó embarque dentro del plazo.

Se retira de la Sala el señor Ricardo Vicuña P.

669-02-980415 - Tratado de Libre Comercio entre Chile y México - Memorándum N° 69971 de Fiscalía.

El Fiscal Subrogante informa que el Gobierno de Chile se encuentra negociando, desde marzo de 1997, el texto del nuevo Tratado de Libre Comercio con México.

Al igual que con ocasión del Tratado de Libre Comercio suscrito con Canadá el 5 de diciembre de 1996 y publicado en el Diario Oficial con fecha 5 de julio de 1997, el Banco Central de Chile ha prestado su colaboración en relación al Anexo K-10.1 sobre Transferencias del Capítulo de Inversiones del Tratado de Libre Comercio con México, en atención a las implicancias que las disposiciones contenidas en dicho anexo podrían tener para las facultades que al Banco Central de Chile le corresponden en materia de operaciones de cambios internacionales, de conformidad a su Ley Orgánica Constitucional.

Como resultado del estudio acerca de los alcances que para dichas facultades tendría la aceptación por parte de Chile del anexo sobre Transferencias mencionado, el Gobierno de Chile ha decidido efectuar una reserva a este anexo.

Señala el señor Carrasco que el texto de la reserva antes mencionado se encuentra conforme con los parámetros que el Banco Central de Chile ha establecido en relación al anexo de Transferencias del Capítulo de Inversiones del Tratado en cuestión, en términos de preservar aquella parte de sus facultades legales que el Banco estima necesarias para poder mantener su actual política monetaria y cambiaria en sus aspectos esenciales, siendo consistente, asimismo, con el Tratado de Libre Comercio suscrito con Canadá en el contexto del NAFTA.

El Tratado de Libre Comercio con México será suscrito durante la Cumbre de las Américas entre los días 18 y 19 de abril próximos.

El Consejo acordó dar su conformidad formal al texto de la reserva al Anexo K-10.1 sobre Transferencias del Capítulo de Inversiones del Tratado de Libre Comercio entre Chile y México, el cual se acompaña a la presente Acta y forma parte integrante de este Acuerdo.



669-03-980415 - Modifica Capítulos XIV y XXVI del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales - Memorandum N° 22 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional señala que el Banco Central de Chile ha estado aplicando una política de liberalización del mercado de cambios y de apertura de la cuenta de capitales gradual y coherente con el cumplimiento de sus objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera. Esta política ha significado una disminución paulatina de las restricciones cambiarias que afectaban la salida de capitales y el acceso irrestricto al Mercado Cambiario Formal, y su continuación implica la remoción gradual de las restricciones remanentes que afectan a la entrada de capitales.

Las captaciones de recursos del exterior vía bonos y emisión de títulos para su transacción en bolsas oficiales extranjeras (en adelante ADRs), que se han realizado a la fecha, han mostrado ser una fuente importante de financiamiento para las empresas chilenas de mayor tamaño y más largo y mejor historial de riesgo. Múltiples experiencias de este tipo han permitido el desarrollo de un mercado internacional para los instrumentos de empresas nacionales y la difusión de información sobre las características y condiciones que enfrentan las empresas en la economía nacional, lo que permite a los inversionistas tener una mejor percepción de los riesgos implícitos en estas operaciones.

Es de interés que las alternativas más favorables de financiamiento externo se extiendan también a otras empresas de menor tamaño y con menos historia, pero con un importante potencial de crecimiento. Por esta razón, se sugiere eliminar el monto mínimo exigido para la emisión de bonos y ADRs, y rebajar los requisitos de clasificación de riesgo internacional. Además, se considera llevar el requisito de clasificación de riesgo a BB para empresas no bancarias y a BBB- para empresas bancarias y sociedades financieras.

Señala el señor Le Fort que es necesario que las normas del Banco Central sean coherentes con la nueva Ley General de Bancos. De esta manera, el plazo promedio ponderado de las emisiones de bonos subordinados que efectúen las empresas bancarias, se rebaja desde 10 años a 5 años.

Por otra parte, en varias oportunidades empresas privadas han presentado propuestas para permitir la emisión de títulos de deuda externa, denominados en Unidades de Fomento (UF), señalando el interés que al efecto existiría de parte de instituciones financieras internacionales y las ventajas que se derivarían para empresas nacionales.

Algunas empresas nacionales enfrentan riesgos cambiarios significativos, dados los grados de descalce de monedas en sus balances, los que derivan de endeudamiento en moneda extranjera obtenido en mercados más amplios del extranjero, y de que producen bienes y servicios no transables o mantienen activos que generan flujos en pesos o Unidades de Fomento. Los mecanismos de cobertura disponibles sólo se han desarrollado para plazos cortos y no permiten cubrir eficientemente el riesgo cambiario de largo plazo. El permitir el endeudamiento externo en UF colabora a mitigar el problema del descalce cambiario entre activos y pasivos de empresas locales, con la consiguiente mayor fortaleza financiera de empresas para enfrentar alteraciones en el tipo de cambio real.

Es probable que el autorizar este tipo de operaciones implique algún grado de disminución en el costo del financiamiento externo de empresas locales y por esa vía alguna adicionalidad en la entrada de capitales, lo que hace recomendable limitar, de alguna



forma, la emisión de estos instrumentos con el fin de preservar la efectividad de la política monetaria. Como se sabe, actualmente los inversionistas extranjeros tienen dos restricciones para adquirir documentos en UF: el encaje a la inversión de cartera y la permanencia mínima de un año. Autorizando la emisión de papeles en UF en el exterior, el encaje lo paga el emisor, por lo que no se generan cambios respecto de la deuda externa estándar. Sin embargo, es probable que se desarrolle en el exterior un mercado secundario de este tipo de deuda externa chilena, lo que le daría más liquidez a estos instrumentos, permitiendo a los inversionistas desprenderse de sus tenencias antes del plazo de un año. Con ello, la restricción de permanencia mínima de un año pierde algo de fuerza para el inversionista internacional, lo que puede traducirse en menores tasas para estos instrumentos.

La tasa de interés de estos instrumentos en el exterior diferirá de la tasa interna en UF, particularmente como resultado del encaje a que ellos están sujetos. Por lo mismo, debe establecerse una clara distinción entre los títulos en UF de emisión externa y los de emisión interna. Se debe establecer que tales títulos de deuda externa no serán transables en Chile, para lo cual, de conformidad con lo informado por nuestra Fiscalía, se deberá incorporar las siguientes tres condiciones en el número 3 de la letra I del Capítulo XIV:

- a) Prohibir la colocación de los bonos externos en Chile,
- b) Prohibir la oferta pública de los bonos externos en Chile y su transacción bursátil, y
- c) Prohibir su intermediación en Chile, por Corredores de Bolsa y Agentes de Valores y cualquier otra forma de intermediación.

Con deuda externa denominada en UF, además del riesgo país y el riesgo de cada empresa, el inversionista internacional debe enfrentar el riesgo cambiario. Hoy día, dadas las condiciones creadas por la crisis asiática, la percepción de riesgo país y de riesgo cambiario para plazos largos es elevado, lo que significará que autorizar la emisión de instrumentos de largo plazo no implicará un debilitamiento de la política monetaria. El riesgo cambiario tiende a ser significativamente menor para plazos cortos, particularmente en condiciones de inestabilidad, lo que hace posible que inversionistas internacionales que deseen tomar el riesgo UF estén dispuestos a aceptar tasas de interés, más bajas que las que trata de imponer la política monetaria, aún considerando los efectos del encaje. Esto hace poco recomendable que, al menos inicialmente, se autorice que la deuda de corto y mediano plazo sea denominada en UF.

Si llegaran a haber mayores presiones de ingreso de capitales, éstas afectarían a todo el endeudamiento externo y no sólo al denominado en UF. Esto justificaría una acción con instrumentos de carácter general, como pueden ser variaciones en el encaje u otras que desincentiven tales operaciones, en lugar de hacerlo a través de medidas particulares que sólo afectan la deuda denominada en UF.

Finalmente, manifiesta el Gerente de División Internacional que no existirían problemas para permitir también la emisión de títulos de deuda externa expresados en pesos moneda corriente nacional y pagaderos en moneda extranjera, y señala que esa Gerencia de División es de opinión de incluir en la normativa pertinente, el endeudamiento externo expresado en pesos moneda corriente nacional y en Unidades de Fomento, por la vía de emisión de Bonos a un plazo promedio ponderado no inferior a cinco años, sin opción de rescate. Tales deudas, expresadas en pesos moneda corriente nacional y en UF, serían desembolsables y pagaderas en moneda extranjera en cumplimiento de las normas de Capítulo XIV del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.



El Presidente, don Carlos Massad, señala que éste es un positivo avance en materia de liberalización que permitirá una composición más equilibrada de activos y pasivos en el sector privado y permitirá también protegerse mejor de los riesgos cambiarios.

El Consejo acordó efectuar las siguientes modificaciones en los Capítulos que se indican del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales:

Capítulo XIV

Letra I

1.- Reemplazar el párrafo introductorio, por el siguiente:

"Los créditos externos, incluidos los asociados a la inversión extranjera, que se obtengan mediante la colocación de "bonos expresados en pesos moneda corriente nacional o en Unidades de Fomento, desembolsables y pagaderos en moneda extranjera", y los que se obtengan mediante la colocación de bonos expresados y pagaderos en moneda extranjera, comprendiéndose en ellos los convertibles en acciones, emitidos por personas jurídicas domiciliadas y residentes en Chile, se sujetarán a las normas generales que sean pertinentes de conformidad con este Capítulo y a las siguientes disposiciones especiales:"

2.- Reemplazar, en el N° 1, lo siguiente:

a) En el tercer párrafo:

a.1) El número "68" por el número "55"

a.2) La expresión "BBB+" por la expresión "BBB-"

b) En el cuarto párrafo, el número "10" por el número "5".

c) El quinto párrafo por el siguiente:

"Asimismo, tratándose de entidades distintas de las empresas bancarias y sociedades financieras, sus instrumentos de deuda externa a largo plazo no garantizados, deberán contar con una clasificación mínima de BB. La citada clasificación deberá ser efectuada por dos de las firmas clasificadoras de riesgo internacional señaladas en el Anexo N° 7 de este Capítulo, y para los efectos del Banco Central prevalecerá, de ambas, la de más baja calificación. De ser necesaria la homologación entre las evaluaciones de tales firmas, ella se efectuará considerando los criterios que, para tal efecto, se utilice en el país de origen de la evaluación y que el Banco Central de Chile considere aceptables."

3.- Eliminar el texto de la letra a) del N° 2, pasando las letras b), c) y d) a ser a), b) y c), respectivamente.

4.- Agregar, al final de la nueva letra a) del N° 2, reemplazando el punto (.) por una coma (,), la expresión "o en pesos moneda corriente nacional o en Unidades de Fomento, cuando se trate de "bonos expresados en pesos, moneda corriente nacional, o en Unidades de Fomento, desembolsables y pagaderos en moneda extranjera" ."



- 5.- Intercalar, antes del último párrafo del N° 3, los siguientes párrafos:

“La autorización que se otorgue para la emisión de “bonos expresados en pesos moneda corriente nacional o en Unidades de Fomento, desembolsables y pagaderos en moneda extranjera”, los cuales no podrán ser objeto de pago anticipado, quedará sujeta a la condición de que la emisión correspondiente no podrá ser objeto de colocación, oferta pública, transacción bursátil o intermediada en forma alguna en el país.

Las condiciones antes referidas deberán expresarse en el título correspondiente y en el respectivo contrato de emisión.

En el caso de “bonos expresados en pesos moneda corriente nacional o en Unidades de Fomento, desembolsables y pagaderos en moneda extranjera” se utilizará, para el sólo efecto de las conversiones a que haya lugar, el tipo de cambio observado a que se refiere el número 6 del Capítulo I del Título I del CNCI.”

- 6.- Eliminar el último párrafo del Número I “De la solicitud”, del N° 6.

Capítulo XXVI

- 1.- Reemplazar, en el literal ii), de la letra c.1, del numeral 2.3, del N° 2, lo siguiente:
 - a) La expresión “BBB+” por la expresión “BBB-”
 - b) La expresión “BBB” por la expresión “BB”
- 2.- Eliminar la letra c.3, del numeral 2.3, del N° 2.
- 3.- Reemplazar, en el segundo párrafo del numeral 4.1, del N° 4, la expresión “Acuerdo N° ” “ (aquel en que se aprobó la solicitud)” por la expresión “Autorización N° ” “ (aquella en que se aprobó la solicitud)”.
- 4.- Eliminar, del tercer párrafo del numeral 4.1, del N° 4, lo siguiente: “ En todo caso, el monto del capital que se ingrese para el valor neto de adquisición de las respectivas acciones, no podrá ser inferior al equivalente, en moneda nacional, a la suma de 25 millones de dólares, moneda de los Estados Unidos de América o su equivalente en otras monedas extranjeras, de acuerdo a lo señalado en el numeral 2.3.c.3 anterior”
- 5.- Reemplazar, en el numeral 10.3, del N° 10, el “N° 5” por “N° 6”.
- 6.- Eliminar el segundo párrafo del numeral 13.2 del N° 13.

669-04-980415 - Renueva restricciones cambiarias - Memorándum N° 23 de la Gerencia de División Internacional.

El Gerente de División Internacional señala que la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central establece las facultades que en materia de cambios internacionales tiene el Instituto Emisor, para exigir que algunas operaciones de cambios internacionales se realicen en el Mercado Cambiario Formal y para que éstas queden sujetas a determinadas restricciones, las que fueron renovadas por Acuerdo N° 597E-03-970415 del

h.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Consejo y rigen hasta el 19 de abril de 1998, según lo dispuesto en el artículo 50 de la referida Ley Orgánica.

El Banco Central ha mantenido una política de liberalización del mercado de cambios y de apertura de la cuenta de capitales, gradual y coherente con el cumplimiento de sus objetivos de estabilidad macroeconómica y financiera. Esta política ha significado la eliminación de muchas de las restricciones cambiarias existentes al momento en que se consagró la autonomía del Banco, particularmente las que afectaban la salida de capitales y el acceso irrestricto al Mercado Cambiario Formal, por parte de residentes en el país.

La mantención de las restricciones existentes tiene el objeto de continuar con una política de cambios internacionales que preserve la estabilidad de la moneda y el financiamiento adecuado de la balanza de pagos de Chile.

Manifiesta el señor Le Fort que lo anteriormente expuesto, hace conveniente mantener la vigencia, por el plazo de un año, del régimen de restricciones que establece el artículo 49 de la Ley Orgánica mencionada, y que afectan a ciertas operaciones de cambios.

El Consejero señor Serrano vota en contra de la renovación de las restricciones cambiarias, señalando textualmente lo siguiente:

- "1. A mi juicio, se está haciendo un uso abusivo de la facultad de establecer restricciones cambiarias. La ley las contempla para casos excepcionales; lo normal sería operar con libertad cambiaria. No existen fundamentos sólidos para afirmar que la economía chilena está permanentemente amenazada por una crisis de balanza de pagos o por factores que afecten la estabilidad de la moneda, que justifiquen la mantención de restricciones cambiarias como la obligación de retorno y liquidación, el encaje y la obligación de autorización previa.
2. El principal obstáculo para avanzar hacia la completa libertad cambiaria lo constituye la imposición del encaje. Se ha sostenido, a mi juicio erróneamente, que el uso de esta herramienta ha sido fundamental para la mantención de los equilibrios macroeconómicos. En efecto, se ha argumentado que el encaje es clave en dos aspectos. En primer lugar, porque le da autonomía a la política monetaria permitiendo mantener un diferencial entre la tasa de interés doméstica y la internacional. En segundo lugar, permite reducir o eliminar la entrada de capitales especulativos, lo que reduce significativamente el riesgo de violentas fluctuaciones cambiarias frente a shocks externos adversos.

El primer argumento me parece que no se compadece con la evidencia empírica doméstica ni internacional. La autonomía de la política monetaria tiene más relación con el régimen cambiario en aplicación que con la existencia del encaje. Basta observar lo que sucede hoy en Chile, en que a pesar de un sustancial aumento en el diferencial de tasas, no hemos experimentado ninguna avalancha de capitales que anule el efecto contractivo de la política monetaria. Algo similar se puede observar en muchas economías del mundo que utilizan tipo de cambio libre o fluctuante.

En cuanto al segundo argumento, nuevamente me parece que no está avalado por la evidencia empírica. Es efectivo que se ha producido un cambio en la composición de los pasivos externos, aumentando sus plazos, aunque no parece haber tenido efecto sobre su monto total. Sin embargo, esto no elimina el riesgo de presiones cambiarias extraordinarias



BANCO CENTRAL DE CHILE

frente a shocks externos adversos, como ha sido evidente en los acontecimientos de diciembre y enero últimos. Tanto los residentes como los no residentes presionan sobre el tipo de cambio si perciben un mayor riesgo que los lleve a sustituir activos domésticos por externos.

3. La mantención del encaje produce costos de eficiencia no despreciables para el buen funcionamiento de la economía, algunos de los cuales paso a enumerar:

- segmentación de mercados: algunas empresas tienen acceso a financiamiento más barato que otras simplemente porque pueden eludir el encaje legal o ilegalmente.
- se fomenta la búsqueda de rentas generadas por la existencia de esta restricción lo que permite una floreciente actividad de arbitraje prácticamente sin incurrir en riesgo alguno.
- inhibe el desarrollo de un mercado de capitales más profundo, al alejar a agentes extranjeros de los mercados locales de acciones y de renta fija. Es evidente que esto tiene un costo en términos de ahorro e inversión.
- impide la eliminación de otras restricciones cambiarias con el consiguiente costo en eficiencia por una incompleta integración financiera internacional y la necesidad de mantener diversos controles administrativos".

La Consejera señora Ovalle vota a favor de lo propuesto destacando lo planteado por el Gerente de División, en relación a que el Banco Central ha mantenido una política de liberalización del mercado cambiario y de apertura de la cuenta de capitales gradual y coherente con la estabilidad macroeconómica y financiera.

Si uno observa, dice, lo que ha pasado con la internacionalización de la economía chilena, vemos que numerosas empresas han accedido al financiamiento externo y que efectivamente nuestra economía se ha internacionalizado en lo financiero, lo que no habría sido posible si no hubiera un grado adecuado de apertura.

El conjunto de restricciones que se están sometiendo a consideración del Consejo, son más bien de carácter prudencial, que considerando la situación de la economía mundial afectada por la crisis asiática, son necesarias.

El Presidente señor Massad vota a favor, señalando que si bien es cierto los aumentos recientes de tasas de interés no han generado una avalancha de capitales externos, hay que recordar que ese aumento se da en el contexto de una crisis externa que sin duda ha afectado el ingreso de capitales, y que aumentos de tasas de interés en el pasado, efectivamente han implicado incrementos de flujo de capitales que han complicado bastante el manejo cambiario. La evidencia empírica anota, con bastante claridad, un efecto positivo del encaje sobre la composición del financiamiento externo, haciéndolo principalmente en el mediano y largo plazo, y eso sin duda ayuda a la fortaleza de la economía chilena para enfrentar fluctuaciones como las que se han visto en estos días. Si hubiésemos tenido una deuda más importante de corto plazo, seguramente habríamos enfrentado algunos problemas mayores de los que hemos tenido en nuestro manejo cambiario.



Reconociendo el hecho de que en el instrumento de largo plazo las restricciones no son favorables, cree que las circunstancias que Chile enfrenta en la actualidad y en el futuro previsible se justifica mantener estas restricciones, al mismo tiempo que se va avanzando en eliminar otras restricciones que no son funcionales a las necesidades de mantener un sector externo fuerte y estable.

El Consejo, con el voto a favor de los señores Massad, Marshall y señora María Elena Ovalle y teniendo presente los siguientes fundamentos:

1. Lo dispuesto en el Párrafo Octavo del Título III de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central y, especialmente, lo contemplado en los artículos 42, 49 y 50 de la citada Ley Orgánica.
2. El hecho de que las restricciones cambiarias vigentes rigen hasta el 19 de abril de 1998 atendido lo dispuesto en el artículo 50 de la referida Ley Orgánica.
3. Que el Banco Central ha aplicado una política de liberalización del mercado cambiario y de apertura de la cuenta de capitales, gradual y coherente con el cumplimiento de los objetivos que le asigna su Ley Orgánica.
4. Que no obstante lo anterior, resulta conveniente someter, por el plazo de un año, determinadas operaciones cambiarias al régimen de restricciones que establece el artículo 49 de la Ley Orgánica mencionada, con el objeto de continuar con una política de cambios internacionales que preserve la estabilidad de la moneda y el financiamiento adecuado de la balanza de pagos de Chile, en particular en consideración a que:
 - a) La inestabilidad financiera originada con motivo de la reciente crisis asiática ha reiterado la significación y potencial poder desestabilizador de los movimientos internacionales de capitales, y ha subrayado la importancia de mantener una posición externa sólida. A ésta colaboran la extensión de los plazos y la limitación del monto de endeudamiento externo, ambos favorecidos por las actuales restricciones cambiarias.
 - b) La labor estabilizadora llevada a cabo por el Banco Central, mediante sus políticas monetaria y cambiaria, requiere ser complementada por regulaciones cambiarias prudentes que limiten los arbitrajes financieros internacionales. Sin ellas, y en un ambiente de mayor permisividad hacia la entrada de flujos financieros externos, podría verse debilitada la efectividad de la política monetaria en cuanto a su impacto sobre el gasto interno, y se ejercería una mayor presión sobre la política cambiaria, todo lo cual repercutiría negativamente en el logro de los objetivos de estabilidad interna y externa.

Acordó, renovar, a contar del 19 de abril de 1998 y hasta el 19 de abril de 1999, todas las restricciones cambiarias contenidas en el Compendio de Normas de Cambios Internacionales, vigentes al 19 de abril de 1998.



BANCO CENTRAL DE CHILE

Sesión N° 669 13.-
15.04.98

No habiendo más temas que tratar, se levanta la Sesión a las 12,05 horas.


JORGE MARSHALL RIVERA
Vicepresidente


CARLOS MASSAD ABUD
Presidente


ALFONSO SERRANO SPOERER
Consejero


MARIA ELENA OVALLE MOLINA
Consejera


JORGE CARRASCO VASQUEZ
Ministro de Fe (S)

