

ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION EXTRAORDINARIA N° 436E DEL CONSEJO  
DEL BANCO CENTRAL DE CHILE. CELEBRADA EL LUNES 3 DE JULIO DE 1995

En Santiago de Chile, a 3 de julio de 1995, siendo las 16,20 horas, se reúne en sesión extraordinaria el Consejo del Banco Central de Chile bajo la presidencia del titular, don Roberto Zahler Mayanz, con la asistencia del Vicepresidente, don Jorge Marshall Rivera y de los consejeros señores Pablo Piñera Echenique, Enrique Seguel Morel y Alfonso Serrano Spoerer.

Asistió, también, el señor Ministro de Hacienda,  
don Eduardo Aninat Ureta.

Asistieron, además, los señores:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, don Víctor Vial del Río;  
Gerente de División de Estudios, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán;  
Jefe de Prosecretaría, doña M. Isabel Palacios Lillo.

El Presidente abre la Sesión manifestando que se traen dos proyectos de acuerdo a consideración del Consejo. Uno, vinculado a una ampliación del encaje a las inversiones financieras y depósitos desde el exterior distintas de aportes de capital; y un segundo tema que dice relación con la flexibilización de las inversiones financieras externas de la banca. Hace notar que estos dos acuerdos han sido trabajados desde hace algún tiempo por la Gerencia de División de Estudios de este Banco Central, conjuntamente con equipos técnicos del Ministerio de Hacienda y han sido coordinados por el Vicepresidente del Banco, don Jorge Marshall, a quien ofrece la palabra.

El señor Marshall observa que hay una dificultad técnica con el proyecto de las inversiones financieras externas de la banca, debido a que el Consejo en Sesión Ordinaria aprobó el día miércoles pasado una consulta a la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y hasta el momento no se ha recibido respuesta de dicha Superintendencia.

El señor Zahler expresa que se llegó a un acuerdo con el Superintendente y quedó de enviar una carta antes de las 15,00 horas.

El señor Marshall afirma que no hay diferencias con la Superintendencia de Bancos en relación a ese tema, en realidad se entregaron en el transcurso de la mañana dos alternativas, por lo que todos tienen dos proyectos, entonces, la discusión se produce en las categorías de riesgo de corto plazo.

El Consejero señor Piñera señala que no existe ninguna discrepancia y que se llegó a un acuerdo con la Superintendencia de Bancos y el Subsecretario de Hacienda a las 13,15 horas, y ese es el texto que corresponde aprobar hoy día, por lo que no ve por qué hay dos proyectos en la mesa. Por lo que solicita una explicación al Gerente de División de Estudios.

El señor Eyzaguirre dice que tiene una interpretación de porque hay dos proyectos en la mesa, pero en lo esencial es importante recalcar que esto, al igual que lo que se hizo en materia de fondos de pensiones y compañías de seguro, es una ampliación del tipo de instrumentos en los cuales, en este caso, la banca podría invertir en el exterior sin cambiar los límites absolutos. Comenta así, que se mantiene un límite equivalente al 25% del capital inicial constituido por los bancos, para ser invertido en instrumentos financieros en el exterior. No obstante lo anterior, se incrementan las posibilidades de los instrumentos sobre la base de reducir las categorías de riesgo. Además, se permite que hasta un 30%, o sea, prácticamente una tercera parte de este límite global, pueda ser invertido en instrumentos aún más riesgosos, y es por eso que en la segunda columna del proyecto de acuerdo, el riesgo de largo plazo es algo mayor para este sublímite del 30%. Finalmente, en el punto cuatro del proyecto, se establece que, cuando los instrumentos tengan una clasificación de riesgo de mayor riesgo que la columna "largo plazo", serán accesibles por parte de la banca, sólo si están emitidos en alguna de las monedas que allí se detallan.

Respecto de la diferencia entre los dos proyectos de acuerdo, dice que simplemente, es la siguiente: en el proyecto de acuerdo que tiene solamente una columna - largo plazo -, en el punto dos se dice que podrán invertir en instrumentos de categoría de riesgo para largo plazo como se indica o su equivalente a corto plazo, sin entrar a pronunciarse sobre cual es ese equivalente; en el otro, no obstante, el Banco Central se pronuncia sobre el equivalente de corto plazo de los instrumentos, aún cuando la información existente no es enteramente coherente sobre cuál es la equivalencia de corto plazo con la de largo plazo.

Lo anterior, fue planteado, tal como lo manifiesta el Consejero Piñera, a las 13,15 hrs. en una reunión del Comité de Mercado de Capitales y se optó por el proyecto, que dice que cuando hay más de una correspondencia entre uno de largo plazo y uno de corto, el de corto plazo será relativamente menos riesgoso. Manifiesta que la desventaja del que tiene dos columnas, es que es difícil de explicar porque se concede para un sublímite mayores facultades de riesgo solamente para instrumentos de largo plazo. Agrega que el otro es ambiguo por cuanto, su equivalente no se pudo establecer, por lo que va a ser un criterio de caso a caso.

Luego de un intercambio de opiniones, se propone adoptar el proyecto que contiene dos columnas - corto y largo plazo - por ser relativamente más conservador, tener el doble criterio y donde no hay discrecionalidad.

A continuación el Fiscal procede a dar lectura al Fax, que en este instante, se ha recibido de la Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras, el que se reproduce a continuación, textualmente:

"Mediante Oficio y memorándum individualizados en antecedentes, solicitó Ud. la opinión de esta Superintendencia respecto de las modificaciones que el Consejo de ese Banco se propone efectuar al Anexo N° 1 del Capítulo III.B.2 del Compendio de Normas Financieras, relativo a las Inversiones Financieras de las Empresas Bancarias en el Exterior.

Sobre el particular, expreso a Ud. que esta Superintendencia no tiene observaciones que formular al proyecto de acuerdo contenido en el oficio de la referencia con las modificaciones del memorándum s/n del 30.06.95."

436E-01-950703 - Modifica Anexo N° 1 del Capítulo III.B.2 del Compendio de Normas Financieras.

El Consejo acordó modificar el Anexo N° 1 del Capítulo III.B.2 del Compendio de Normas Financieras, en la siguiente forma:

CAPITULO III.B.2.:

ANEXO N° 1 : "Inversiones Financieras de las Empresas Bancarias en el Exterior"

- Sustituir el punto 2 del anexo por el siguiente:

"2. Los instrumentos deberán contar con una clasificación de riesgo para corto o largo plazo, no inferior a las siguientes categorías:

Agencia Clasificadora	Categoría de riesgo	
	Corto plazo	Largo plazo
Moody's	P2	Baa3
Standard & Poor's	A3	BBB-
IBCA	A3	BBB-
Duff & Phelps	D2	BBB-
Thompson Bank Watch	TBW2	BBB
Fitch Investor Service	F2	BBB-

Con todo, las empresas bancarias podrán invertir hasta el 30% del límite global dispuesto para las inversiones financieras externas que se señala en el N° 6 del presente Capítulo, en instrumentos que cuenten con una clasificación de riesgo para corto o largo plazo no inferior a las siguientes categorías:

Agencia Clasificadora	Categoría de riesgo	
	Corto plazo	Largo plazo
Moody's	P2	Ba3
Standard & Poor's	A3	BB-
IBCA	A3	BB-
Duff & Phelps	D2	BB-
Thompson Bank Watch	TBW2	BB
Fitch Investor Service	F2	BB-

- Sustituir el punto 3 del anexo por el siguiente:

"3. Estos instrumentos de inversión deberán transarse en mercados secundarios formales según lo definido en el Capítulo III.F.3 de este Compendio."

- Sustituir el punto 4 del anexo por el siguiente:

"4. Los instrumentos de inversión que queden incluidos en clasificaciones de riesgo para corto o largo plazo inferiores a las señaladas en el cuadro que se indica a continuación, deberán estar emitidos en las siguientes monedas: dólares de los Estados Unidos de América, dólares de Canadá, ECU, francos franceses, francos suizos, libras esterlinas, liras italianas, marcos alemanes o yenes japoneses.

*[Handwritten mark]*

Agencia Clasificadora	Categoría de riesgo	
	Corto plazo	Largo plazo
Moody's	P1	A3
Standard & Poor's	A1	A-
IBCA	A1	A-
Duff & Phelps	D1-	A-
Thompson Bank Watch	TBW1	A
Fitch Investor Service	F1	A- "

Se aprueba el proyecto de acuerdo, por unanimidad de los señores consejeros.

-----

El Presidente ofrece la palabra al Gerente de División de Estudios, a fin de que presente el segundo proyecto de acuerdo, relativo a la ampliación de las normas de encaje.

El señor Eyzaguirre expresa que del análisis de las partidas de Balanza de Pagos y alguna información de prensa analítica, se ha establecido, que no obstante el primer acuerdo que tomara el Consejo del Banco Central de Chile sobre el encaje que estaba destinado, fundamentalmente, a eximir de dicha obligación a aquellos recursos que financiaran inversiones, en la práctica, el expediente de la inversión se estaba utilizando como una forma de flujo de capital de corto plazo, sin constituir encaje.

Explica que en el proyecto de acuerdo que se somete a consideración del Consejo, en el Capítulo II, N° 1, procede a definir cuales son los tipos de ingresos de capitales que llegan al país; en el N° 2, se amplía otro concepto que antes no se incluía, que es el de "depósitos", los cuales son otra forma que se estableció se estaban produciendo préstamos de corto plazo sin constituir encaje. En el Capítulo III, se procede a establecer la obligación de mantener encaje para el siguiente conjunto de partidas: los créditos, los depósitos y las inversiones en moneda extranjera. Al igual que lo que ocurría con los créditos afectos al Capítulo XIV, se da la opción de constituir este encaje por la vía de mantener durante un año un 30% del importe o alternatively, proceder a una figura de intercambio de pagarés, que permite pagar el costo financiero. Se exceptúan de esta norma algunos ingresos de capital que están regidos por otras disposiciones, particularmente, por el Capítulo III.A.1 de Normas Financieras.

Finalmente, se establece una obligación a la constitución de encaje para toda forma de ingreso de capitales que no hayan sido liquidados a la fecha en que se adopte este acuerdo. Afirma que este punto es bastante importante, por cuanto, si hubiera algún tipo de operación que haya manifestado la intención de realizarse, pero que no se hubiera constituido como tal, quedará afecto a encaje. Dice que esto no constituye una forma de encajar directamente la inversión, sino, lo que pretende es evitar que, por medio de figuras que simulan ser inversiones se estén produciendo ingresos de capitales de corto plazo, lo que se propone es establecer un principio de simetría respecto de lo que ya sucede en esta materia.

El Fiscal hace un alcance, en el sentido de que ahora quedan encajados todos los depósitos que llegan a Chile, no sólo los depósitos en bancos que ya tienen su encaje financiero, sino los depósitos que llegan a empresas, diciendo que en realidad cubre toda inversión real.

El Presidente expresa que una vez analizado el contenido del texto anteriormente expuesto, éste se somete a debate.

Toma la palabra el Consejero señor Seguel, quien observa que al hacer los cambios propuestos, los ADR's secundarios quedan comprendidos en la letra b) del N° 13 del Capítulo II, es decir, inversiones en valores mobiliarios. Esto va a producir, en consecuencia, que los ADR's secundarios queden afectos a encaje en el futuro. Agrega que durante las discusiones previas que hubieron, señaló que consideraba que una modificación de esta naturaleza sería un cambio de las reglas del juego que se habían definido con respecto al funcionamiento de los ADR's. Señala que hay un par de documentos, los cuales solicita que queden formando parte del Acta. Uno de ellos es un Informe de Fiscalía a través del cual confirma que sería legal, una vez producidos estos cambios, aplicar el encaje a los ADR's secundarios; y un segundo documento que es el Informe que hace la firma de abogados, Cleary y Gottlieb, donde no se pronuncia si la imposición del encaje constituye o no un cambio en el Contrato y lo deja a la interpretación de los abogados chilenos. Dice que eso le parece una respuesta bastante cuidadosa y le atribuye un significado especial. Cree que no se han pronunciado porque tienen más de una duda y lo confirma una segunda frase, que está incluida en la misma carta, que dice: "no obstante esta medida, el más afectado por la medida será el Banco Custodio". Explica que en los contratos de los ADR's, intervienen tres personas: el Banco Central, el emisor de las acciones y el Banco Custodio, la firma de abogados antes mencionada se pronuncia, expresamente, que el más afectado con la medida será el Banco Custodio. Ahora, sin perjuicio de los eventuales aspectos legales que puedan sustentar ante los tribunales los afectados, en este caso, el Banco Custodio, dice que no obstante no tener ningún antecedente jurídico que diga que con esto hay un cambio unilateral en los contratos y que pueda ser llevado ante un tribunal, sin embargo, considera de que efectivamente se está haciendo un cambio en las reglas del juego, que a su juicio, van a afectar la credibilidad del Banco Central de Chile y también la credibilidad del país en el exterior.

Hace notar que hay otro aspecto sobre el que también quiere dejar expresa constancia, y es la razón por la cual se opone al proyecto de acuerdo en los términos de incluir los ADR's secundarios en el encaje. A su juicio, esto va a producir un efecto sobre el precio de las acciones domésticas. Pide que se incluya en Acta un Informe que emitió la División de Estudios, que se refiere a la adquisición de acciones diferentes a las primarias transformadas en ADR's, donde se señala que si hay un arbitraje entre las acciones domésticas y las externas, y si hay una demanda infinitamente elástica de acciones chilenas en el exterior, el precio de este encaje va a tener que arbitrarse y va a recaer sobre el precio de las acciones domésticas, porque las acciones externas van a seguir teniendo el mismo precio. Ello constituye un segundo efecto negativo. El primero que señalaba, la credibilidad de unas reglas de juego que en materia financiera van más allá de las meras letras y expresiones concretas de la disposición legal o de las medidas y acuerdos del Banco Central, y la segunda, que acaba de mencionar y es que se va a producir un efecto en el precio de las acciones que han invertido en ADR's, lo que está, por una parte condicionado por el costo del encaje y por otra parte, porque este cambio va a producir una menor demanda de las acciones chilenas en el exterior. Entonces, cree que a lo menos la caída de las acciones debería ser el costo del encaje, es decir un 3% que valora la División de Estudios en este Informe. Obviamente, esta pérdida patrimonial va a recaer sobre titulares de las acciones en Chile, desgraciadamente, y esto va más allá de meras personas naturales aisladas, ya que por razones de todos conocidas, va a afectar a las Administradoras de Fondos de Pensiones y a todos los ahorrantes que en ellas cotizan; entidades que lamentablemente por efectos de "tequila" y "tango", etc., ya han tenido una menor rentabilidad en lo que va corrido del año.

Plantea que hay algo que no se ha tocado en forma directa, pero que ha estado formando parte de las conversaciones cuando se ha hablado de estos temas, y es la forma de evitar una apreciación más acelerada de nuestra moneda, pues de otra manera no se justificaría este conjunto de medidas. Sobre el particular, de acuerdo a cifras que hoy día se han tenido a la vista, en conversaciones con los propios Senadores de la República, Comisión de Hacienda del Senado, estos se han encontrado con cifras absolutamente objetivas proporcionadas por el mismo Banco Central, en el sentido que los ADR's no han sido una causal de la situación cambiaria que hoy día se está viviendo. Sin ir más lejos, las cifras muestran que en el período

enero-mayo del año pasado llegaron al país divisas por concepto de ADR's, equivalentes a 405 millones de dólares. En cambio, en igual período de este año, lejos de llegar divisas han salido por el equivalente a 26 millones de dólares, con lo cual, se ha producido un cambio neto negativo de 431 millones de dólares en períodos de tiempo comparables. Señala además, que a eso debemos sumarle otra cifra que fue entregada el día viernes pasado en el Programa Monetario, donde se señalaba que el draw-back de divisas por concepto de ADR's del mes de junio, era aproximadamente 100 millones de dólares.

Por las razones expuestas no encuentra justificado tomar esta medida, razón por la cual se opone al acuerdo en esos términos.

El Vicepresidente señor Marshall vota a favor de la medida y cree que el principal resultado de esta norma es reducir la actividad de arbitraje que existe en torno a los ADR's. Opina que el resto de las operaciones que están gravadas, como los depósitos, tienen menor importancia. Agrega que los ADR's son una fuente, como se ha reconocido en otras ocasiones, de financiamiento que es útil para la empresa que los emite, piensa que es útil para que el país sea conocido y para que tenga vínculos con el exterior. Considera que hay que distinguir entre la emisión primaria que vincula la empresa con el exterior reduciendo el riesgo país, aumentando las posibilidades de inversión de los extranjeros en Chile, de la acción de arbitraje, por no llamarla especulativa, que se puede ejercer a través de los ADR's secundarios, más allá de los flujos efectivos que hayan tenido lugar. Afirma que este es un mecanismo que no está disponible en forma homogénea para todos los bancos, sino que sólo está disponible para algunos bancos que hacen labores de bancos custodios, que no son bancos nacionales, sino que son bancos extranjeros que pueden hacer abiertamente esta operación. Recientemente, el Consejo, en forma unánime ha restringido las posibilidades de especulación a través de la reducción del margen del Capítulo V.B.2, con esto, los bancos custodios que hacen este tipo de operaciones tienen un margen de especulación.

Opina que lo que se está haciendo es reducir los espacios para el uso de un instrumento que debe estar orientado hacia la inversión, por lo que orientarlo hacia la actividad de arbitraje dañaría las posibilidades de hacer una política monetaria y cambiaría por parte de la Autoridad, por esa razón da su voto a favor.

Ahora bien, el señor Marshall estima que el hecho que las medidas del Banco Central de Chile, afecten los precios de los activos en un sentido u otro, a su juicio, no debe ser motivo para que el Banco Central se abstenga de tomar medidas, porque la economía funciona de esa manera, un día puede ser la tasa de interés y otro día puede afectar los precios de activos o el tipo de cambio. Entiende que hay precios de activos que van a cambiar de valor, pero son medidas que están dentro de la Ley Orgánica Constitucional del Banco Central, por tanto, se deben adoptar cuando las circunstancias así lo ameriten. Por esa razón cree que el hecho que esto produzca un cierto cambio es lamentable, aduce que son costos en el aspecto negativo del tomar esta medida, pero los aspectos positivos son suficientes como para apoyarla.

A continuación toma la palabra el Consejero señor Piñera, quien también vota en forma positiva, recordando que cuando el Banco Central autorizó emitir ADR's, su objetivo fue vincular la empresa chilena a los mercados mundiales, como una fuente de financiamiento para el crédito de inversiones. Señala que lo que se ha estado haciendo, es simplemente, limitar o dificultar o encarecer el arbitraje cosa que nunca se pensó dentro de las perspectivas, en ese sentido está de acuerdo con la medida. Agrega, en lo que respecta al cambio de los precios, que cuando el Banco Central autorizó los ADR's para un número limitado de empresas, también produjo un fuerte aumento en el precio de las acciones, y hoy día provocará, probablemente, un impacto negativo, pero cree que ese no es un antecedente para tener en cuenta al momento de tomar las medidas. Vota a favor, de acuerdo a la explicación dada.

Interviene el Consejero señor Serrano, expresando que repetirá los argumentos que ha dado en otras ocasiones. Considera que el encaje es una herramienta que puede ser efectiva en el muy corto plazo y que se debe utilizar para ajustar políticas macro-económicas y ganar un poco de tiempo para hacer ese ajuste evitando que éstas sean sobrepasadas por estos arbitrajes a corto plazo. Dice que llevamos años aplicando un encaje y tratando de perfeccionarlo cada vez más, cree que es una ilusión pensar que se van a controlar absolutamente los arbitrajes de corto plazo y la entrada de capitales por la vía de nuevas normas y mientras no se convengan que lo que tienen que hacer es adaptar las políticas y hacerlas más compatibles con el mundo externo, sencillamente se están engañando, es como apretar un globo tratando de quitarle el aire pero se infla por otro lado. Añade que hay actividades muy lucrativas en este país, que consisten en traer recursos que están liberados de encaje y repararlos a tasas más altas, y eso va a seguir sucediendo y el negocio va a ser aún más lucrativo si se toman estas medidas. Por lo tanto, se opone a ellas, porque cree que lo que corresponde en definitiva es eliminar el encaje y ajustar las políticas a la realidad externa y no al revés. Opina además, que no hay ninguna evidencia que durante el transcurso de este año la presión sobre el tipo de cambio tenga algo que ver con la cuenta de capitales, al revés, toda la presión sobre el tipo de cambio obedece a razones estructurales de cuenta corriente, por lo tanto, se están adoptando medidas que tienden a inducir a error a los agentes económicos; tienden a hacerlos creer que la causa de la propensión a la depreciación de la moneda son cosas artificiales como el arbitraje que se produce por los ADR's secundarios, lo cual no es cierto.

Finalmente, comparte uno de los argumentos dados por el Consejero Seguel, sobre el efecto de los ADR's secundarios, cree que no se puede separar el ADR's secundario del ADR's primario, para él la operación es un todo, es decir, cuando una empresa emite ADR's y un agente en el exterior hace underwriting y lo coloca en inversionistas extranjeros, constituye parte de esta emisión de ADR's primario el inflow y el flowback de los ADR's secundarios, eso es parte de toda la operación, por eso cuando se le aplica impuesto a una parte de la operación, obviamente se le están cambiando las reglas del juego con las cuales la persona emitió ADR's y al inversionista que entró en esa operación. Opina que sí habrá un impacto sobre la imagen del país y sobre como va a ser percibido por los potenciales inversionistas extranjeros, desde ese punto de vista le parece negativo. Vota en contra.

El Consejero señor Seguel volviendo sobre el tema, antes de la votación general, manifiesta que en la mañana de hoy hizo algunas reflexiones que ha compartido con todos los consejeros. Dice que a él no le gustaba la parte del encaje, entendiéndolo bien que muchas medidas se toman por razones de producir efectos sobre las expectativas de los agentes económicos, si esa fuera la razón en materia de ADR's, de producir una cierta tranquilidad a grupos o sectores que con información distinta a la nuestra están agobiados por el cambio del valor de nuestra moneda.

Cree que una opción indudable y de efectos más concretos sería sencillamente suspender por seis meses los ADR's primarios. Atribuyéndole algún significado al ingreso de divisas por ese concepto, ciertamente sería más significativo sobre las expectativas de los agentes económicos y más aún sería perfectamente entendible por los agentes externos, bancos depositarios, bancos custodios, brokers, etc., en el sentido que se está administrando una coyuntura en que nuestra moneda se ha venido apreciando a un ritmo no deseado. Eso debería ser bien entendido y no requeriría mayores explicaciones, salvaría el prestigio de seriedad y estabilidad de las normas y de las reglas de una manera impecable; se podría decir que por dicho período, este mecanismo de ADR's no estaría disponible dado los efectos que se están produciendo sobre las políticas cambiarias. Observa que eso sería realmente mucho menos oneroso en términos, de lo que a futuro, habrá que seguir haciendo.

Considera que en el futuro Chile va a tener que seguir recurriendo a financiamiento externo, por la vía de los ADR's, y no le cabe duda que es una vía mucho más eficiente para Chile, incluso que la inversión Decreto Ley 600 que da una serie de garantías y derechos a los

inversionistas lo cual en la medida que el país va mejorando sus clasificaciones de riesgo no tendría porque seguir otorgando. En consecuencia, los mecanismos de ADR's son mucho más afines a la actual situación de la economía chilena, a su prestigio, a su reputación y al crecimiento que está experimentando.

Hace presente al señor Ministro que si esa fuera una opción, que políticamente pudiera resolver este problema, estaría dispuesto a acompañarla cambiando su voto, pensando que eso sería algo que dañaría menos la estabilidad de las políticas y la reputación del Banco Central.

El Presidente agradece al señor Seguel y pregunta al Ministro si quiere opinar sobre este punto, antes de tomar una decisión.

El señor Ministro manifiesta que hará un comentario luego que se efectúe la votación.

Interviene el Presidente, señor Zahler, manifestando que respecto al tema cambiario, en lo que va corrido del año comparte lo que ha planteado el Consejero Seguel, en cuanto a que la mayor afluencia de divisas ha tenido su origen especialmente en la cuenta corriente y en la inversión extranjera. Entiende que la medida propuesta es más bien preventiva y tiende a desestimular la entrada de divisas en el segundo semestre del año, en que se prevé habría una entrada relativamente importante de ADR's primarios, y probablemente, como consecuencia del resultado de la Balanza de Pagos, una cierta expectativa de revaluación para la moneda nacional, lo cual podría incentivar el arbitraje, y esta medida que se está debatiendo, va en el sentido de desestimular, dicho arbitraje. Asimismo, comparte la opinión que esta medida tiene efectos favorables, que superan a los elementos negativos que se han señalado.

Sin embargo, estima que el tema de fondo que hay que enfrentar y discutir en el futuro cercano es el diseño mismo de la política cambiaria, pues hay un planteamiento muy delicado en cuanto a la combinación de políticas fiscal y monetaria vigentes actualmente en Chile y la política cambiaria. Específicamente, se refiere al tema de las bandas y al tema de la intervención. Aclara que no es el objeto de esta reunión, pero señala que el primer caso hay que enfrentarlo más pronto que tarde y como un mecanismo intermedio le parece que la medida propuesta es adecuada, ya que permite ganar tiempo, por la que él va a votar favorablemente, por los argumentos que han dado los consejeros que la apoyan.

Por último, considera imprescindible, que el Banco Central envíe una carta al señor Ministro de Economía, en su calidad de Presidente del Comité de Inversiones Extranjeras, y en este mismo momento solicita la colaboración del señor Ministro de Hacienda, para minimizar los posibles mecanismos de evasión de encaje que probablemente van a tender a generalizarse a través de aportes de capital del Decreto Ley 600.

Hace uso de la palabra el señor Ministro de Hacienda, diciendo que desea emitir algunos comentarios respecto a las observaciones que han hecho los señores consejeros. Observa que cuando se toman estas medidas o adoptan estos acuerdos, siempre hay costos o beneficios, ninguna de estas medidas es gratis, si no, ni siquiera estarían reunidos para analizarlas o discutir las.

Precisa que el tema es: cuál es el contexto; cuales son las alternativas; y de que manera se pueden minimizar los costos y tratar de aumentar los beneficios, dentro de las cosas que son lógicamente probables o determinantes, nadie puede tener certeza exacta de sus efectos al último nivel y en el tiempo en que transcurran estas medidas. Cree que así como



existe el encaje de larga data ya, tres o cuatro años; tal como se cambió, hace dos semanas, la norma del Capítulo V.B.2; así como se ha ido modificando hacia arriba o hacia abajo los niveles de la banda; y aún la misma política de tasa de interés, encuentra muy positivo que el Consejo del Banco Central haya cambiado la estructura de tasa de interés y mecanismo de fijación de tasas cortas, en forma diferente a como se hacía antes. Aduce que todos estos son elementos que definen una política del Banco Central en materia monetaria, cambiaria, de entrada y salida de divisas, y que forman parte de la vida normal de los bancos centrales. Añade que si se compara lo que hace el Banco Central de Chile con los diferentes bancos centrales latinoamericanos, este tipo de medidas no se adoptan una vez al trimestre, ni una vez al mes, son casi una por día. Asimismo, si se compara con lo que hacen los bancos centrales de Europa o de Estados Unidos, también hay una actividad muy fuerte de regulación en un sentido u otro.

Por lo tanto, cuál es la alternativa, no para los efectos de largo plazo, no a diez años, pero cree que hay conciencia de que la dirección de la variable cambiaria, a que aludía el Consejero Seguel, sea con más tiempo, con más posibilidades de ajuste, de adaptación y más señalización en el transcurso del tiempo en vez de con más intensidad o efecto brusco. Alude a que se podría mirar a Argentina o México que con sus políticas provocan efectos de costo de recursos y de transacción considerables, por lo tanto, efectos de pérdida de bienestar a veces evitables en el tiempo, en algún grado parcial.

Respecto del análisis que hacía el Consejero Seguel, piensa que el primer semestre fue absolutamente atípico y nada tiene que ver con Chile, cree que el efecto tequila y el efecto tango fueron lo que provocaron que se acabaran las emisiones de los road-show a partir de febrero-marzo y si se lee bien lo que se observa de las juntas de accionistas primero, y segundo la información pública de prensa, está todo listo para partir con particular fuerza a contar de julio, tanto en lo primario como en lo secundario, el registro inicial o las intenciones de éste viene con mucho fuerza, por lo tanto, es difícil extrapolar una situación que fue muy atípica, para los próximos tres, seis o nueve meses. Y respecto de la alternativa que se planteaba, la de suspensión, es una política de tercera mejor alternativa, pero es una política razonable. En su percepción de lo que es el riesgo-país - indica que viene llegando de una reunión internacional y recuerda que tuvo el manejo de la deuda externa en años anteriores - y dentro del tema del NAFTA, le parece que una suspensión sería apreciada desde el punto de vista imagen-país mucho más duramente que la medida que el Consejo ha adoptado y está tomando hoy día por mayoría. Las suspensiones provocan siempre horror en la prensa, algo parecido al incumplimiento o a problemas estructurales graves y cuando se dice que son seis u ocho meses, en realidad los inversionistas piensan que son indefinidas.

Hace notar que no es una señal negativa hacer una diferenciación entre las emisiones de capital nueva y primaria y lo que involucra el arbitraje. Es probable que algunos de los bancos custodios, particularmente en el exterior, puedan sentirse afectados por estas medidas al tener ahora un costo de transacción adicional, pero en realidad las señales que se quieren dar y el diseño de esto, que aunque sea para ganar tiempo, ese es el efecto más fuerte de estas medidas y además ve que hay consenso de que la preocupación de ese tema existe, piensa que son menores y hay que ponerlas en su justa perspectiva respecto de otras señales que se puedan dar. Anota que todo lo que se ha venido haciendo en el último mes apunta a una situación de un escenario diferente que va a ser menos conducente al arbitraje. Observa que algunos van a perder oportunidades de negocios a futuro y eso es lamentable, pero no se pueden quedar en un escenario maximalista, como considera que podría ser el de la suspensión o el escenario alternativo que sería de pasividad, y así como se están dando estas noticias malas para algunos, anteriormente se adoptó, por consenso, una noticia que espera que sea interpretada positivamente por algunos de estos mismos bancos custodios o bancos agentes en el exterior. Respecto de la potencialidad del daño que parcialmente esto podría ocasionar, en ese sentido el momento es óptimo, porque Moody's recién nos ha hecho un up-grading que nos aleja sustantivamente del resto de latinoamérica. Si no ocurriera más que eso, sólo debería provocar un alza en los ADR's en dos días más, debido al feriado, por lo tanto, a un alza

esperada se le está agregando un pequeño porte de transacción que va entre 0 y hasta el 3% del límite, para una parte del mercado. No considera que sea un precio demasiado caro de pagar, por los beneficios parciales esperados que esto tiene.

Agrega que hubiera preferido que el paquete completo hubiera sido por consenso, como ha escuchado en otras ocasiones que ha asistido a estas reuniones.

En mérito de lo expuesto anteriormente, el Consejo adoptó el siguiente acuerdo:

436E-02-950703 - Modifica Capítulos II, III y XIV del Título I del Compendio de Normas de Cambios Internacionales.

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

CAPITULO II "Operaciones del Mercado Cambiario Formal"

1. Sustituir el N° 13 de la letra A.-, por el siguiente:

"La liquidación a moneda nacional de las divisas que provengan del exterior y que se destinen:

- a) a constituir depósitos;
- b) a realizar inversiones en valores mobiliarios, efectos de comercio y cualquiera otra clase de títulos y valores o bienes raíces o muebles, a través de contratos o convenciones por medio de los cuales el inversionista adquiera el dominio, posesión, uso, goce o mera tenencia de los mencionados bienes;
- c) a efectuar aportes de capital, entendiéndose por tales las divisas que ingresan al país con el objeto de constituir el capital de una sociedad o de aumentarlo, y;
- d) a otorgar créditos a través de contratos o convenciones, en virtud de los cuales una de las partes entrega o se obliga a entregar divisas y la otra a restituirla, con o sin interés o con o sin reajuste, tales como mutuos, líneas de crédito, descuentos o redescuentos de documentos y sobregiros o créditos en cuenta corriente."

2. Modificar el N° 22 de la letra A), intercalando la palabra "depósitos" entre "inversiones" y "aportes de capital".

CAPITULO III "Restricciones a las Operaciones de Cambios que se realicen o deban realizarse en el Mercado Cambiario Formal".

1. Sustituir el N° 6 de la letra A), por el siguiente:

- "6. Establécese la obligación de mantener un encaje para los créditos, depósitos o inversiones en moneda extranjera que provengan del exterior.

El referido encaje, que deberá constituirse en dólares de los Estados Unidos de América, ascenderá a un 30% del monto ingresado y no devengará intereses.

Para los efectos de constituir el encaje, del monto afecto a la obligación de liquidación deberá deducirse un 30%, procediéndose a liquidar el 70% restante. Dicha deducción deberá efectuarse al mismo tiempo que se verifique la respectiva liquidación.

La referida deducción deberá efectuarse por la entidad del Mercado Cambiario Formal que proceda a la liquidación de las correspondientes divisas, la cual deberá enviar al Banco Central de Chile, al día siguiente hábil bancario contado desde la pertinente liquidación, el monto deducido a fin de que se constituya el encaje en este Instituto Emisor.

El encaje deberá mantenerse por el plazo de un año. Transcurrido dicho término, el titular del encaje podrá solicitar su restitución a la Gerencia de Financiamiento Externo, a través de una entidad del Mercado Cambiario Formal.

No estarán afectos a la obligación establecida en este número los depósitos y obligaciones contemplados en el Capítulo III.A.1 del Compendio de Normas Financieras, los que se regirán por sus propias disposiciones.

Tampoco regirá la obligación de constituir el encaje cuando el interesado, a su elección, proceda a la adquisición y retroventa de pagarés del Banco Central de Chile, en los términos y condiciones que se establecen en el Anexo N° 5 del Capítulo XIV del Título I de este Compendio.

2. Agregar al N° 2 de la letra B) a continuación del punto aparte que se convierte en coma, el siguiente texto: "salvo cuando proviniendo del exterior se destinen a constituir depósitos, realizar inversiones, efectuar aportes de capital u otorgar créditos."

#### CAPITULO XIV "Normas Generales relativas a Inversiones, Aportes de Capital o Créditos provenientes del Exterior"

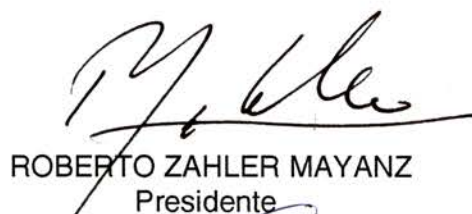
- Derogar el Anexo N° 4-1, pasando los Anexos N°s. 4-2 a 4-7 a ser 4-1 a 4-6, respectivamente. Las remisiones que contenga el Compendio al Anexo derogado se entenderán hechas al N° 6 de la letra A) del Capítulo III.

El Consejo acordó, asimismo, que las presentes modificaciones empezarán a regir desde la fecha de su publicación en el Diario Oficial afectando a los ingresos de divisas a contar de esa fecha y prevalecerán sobre las disposiciones del Capítulo XIV del Compendio de Normas de Cambios Internacionales u otras, en lo que no fueren compatibles.

Este acuerdo se aprueba con los votos favorables del Presidente, señor Zahler; Vicepresidente, señor Marshall, y Consejero, señor Piñera; y con los votos negativos de los consejeros señores Seguel y Serrano.

No habiendo otros temas que tratar se levanta la Sesión a las 17,30 horas.

  
JORGE MARSHALL RIVERA  
Vicepresidente

  
ROBERTO ZAHLER MAYANZ  
Presidente

  
ENRIQUE SEGUEL MOREL  
Consejero

  
PABLO PIÑERA ECHENIQUE  
Consejero

  
VICTOR VIAL DEL RIO  
Ministro de Fe

  
ALFONSO SERRANO SPOERER  
Consejero

- Incl.: - Minuta Reservada N° 24  
"Informa tratamiento cambiario del proceso de "inflow" de ADR's."  
- Informe Firma de Abogados "Cleary, Gottlieb, Steen & Hamilton"  
- Minuta de División de Estudios  
"Adquisición de Acciones Diferentes de las Primarias transformables en ADR's."