

**REPÚBLICA DE CHILE**  
**PUBLICACIÓN OFICIAL**  
**LEGISLATURA 331ª, ORDINARIA**  
**Sesión 35ª, en miércoles 13 de septiembre de 1995**  
**Especial**  
**(De 12:24 a 16:24)**  
**PRESIDENCIA DEL SEÑOR GABRIEL VALDÉS, PRESIDENTE**  
**SECRETARIO, EL SEÑOR RAFAEL**  
**EYZAGUIRRE ECHEVERRÍA, TITULAR**

---

VERSION TAQUIGRAFICA

## **I. ASISTENCIA**

Asistieron los señores:

- Alessandri Besa, Arturo
- Calderón Aránguiz, Rolando
- ¿Cantuarias Larrondo, Eugenio
- ¿Díaz Sánchez, Nicolás
- ¿Díez Urzúa, Sergio
- ¿Errázuriz Talavera, Francisco Javier
- ¿Feliú Segovia, Olga
- ¿Fernández Fernández, Sergio
- ¿Frei Bolívar, Arturo
- Gazmuri Mujica, Jaime
- ¿Hamilton Depassier, Juan
- ¿Hormazábal Sánchez, Ricardo
- ¿Horvath Kiss, Antonio
- ¿Huerta Celis, Vicente Enrique
- ¿Lagos Cosgrove, Julio
- ¿Larraín Fernández, Hernán
- ¿Larre Asenjo, Enrique
- ¿Lavandero Illanes, Jorge
- ¿Martin Díaz, Ricardo
- ¿Matta Aragay, Manuel Antonio
- ¿Mc-Intyre Mendoza, Ronald
- ¿Ominami Pascual, Carlos
- ¿Otero Lathrop, Miguel
- ¿Paéz Verdugo, Sergio
- ¿Prat Alemparte, Francisco
- ¿Ríos Santander, Mario
- ¿Romero Pizarro, Sergio
- ¿Ruiz De Giorgio, José
- ¿Ruiz-Esquide Jara, Mariano

¿Siebert Held, Bruno  
¿Sinclair Oyaneder, Santiago  
¿Sule Candia, Anselmo  
¿Thayer Arteaga, William  
¿Urenda Zegers, Beltrán  
¿Valdés Subercaseaux, Gabriel  
¿Zaldívar Larraín, Andrés  
Concurrieron, además, los señores Presidente, Vicepresidente, Consejeros y Asesores del Banco Central.  
Actuó de Secretario el señor Rafael Eyzaguirre Echeverría, y de Prosecretario, el señor Carlos Hoffmann Contreras.

## **II. APERTURA DE LA SESIÓN**

¿Se abrió la sesión a las 12:24, en presencia de 36 señores Senadores.

El señor VALDÉS (Presidente) .¿ En el nombre de Dios, se abre la sesión.

## **III. TRAMITACIÓN DE ACTAS**

El señor VALDÉS (Presidente) .¿ Se dan por aprobadas las actas de las sesiones 12ª, ordinaria, y 13ª, especial, en 5 y 6 de julio del presente año, respectivamente, que no han sido observadas.

Las actas de las sesiones 14ª, especial, y 15ª, ordinaria, en 6 y 11 de julio del presente año, respectivamente, se encuentran en Secretaría a disposición de los señores Senadores, hasta la sesión próxima, para su aprobación.

## **INFORME DE PRESIDENTE DEL BANCO CENTRAL**

El señor VALDÉS (Presidente).¿ Corresponde escuchar en esta sesión al Presidente del Banco Central de Chile, don Roberto Zahler ¿al que, juntamente con los integrantes del Consejo, damos la bienvenida¿ quien, en conformidad al artículo 80 de la ley N° 18.840, Orgánica Constitucional de esa entidad, presentará una evaluación del avance de las políticas y programas del año en curso, así como un informe de los propuestos para el año calendario siguiente.

El señor LAVANDERO.¿ ¿Me permite, señor Presidente?

El señor VALDÉS (Presidente).¿ Tiene la palabra Su Señoría.

El señor LAVANDERO.¿ Señor Presidente, pido a la Mesa recabar el asentimiento de la Sala para que el Presidente del Banco Central y los miembros del Consejo sean acompañados por doña Paola Assael y don Luis Eduardo Bravo, funcionarios de dicha Institución.

¿Se autoriza.

El señor VALDÉS (Presidente) .¿ Tiene la palabra el señor Presidente del Banco Central.

El señor ZAHLER (Presidente del Banco Central).¿ Muchas gracias, señor Presidente.

En esta ocasión, nos corresponde presentar un documento que ha sido distribuido a los señores Senadores, denominado "Evolución de la Economía en 1995 y Perspectivas para 1996".

Al igual que el año anterior, daré lectura a la primera parte de este informe, titulada "Perspectivas Económicas y Principales Desafíos de la Política Macroeconómica", la que, a su vez, contiene tres capítulos, denominados "Las Condiciones Actuales", esto es, los desarrollos durante 1995 y las perspectivas para el resto del año; "Políticas Macroeconómicas y Perspectivas para 1996", y "El Patrimonio del Banco Central y la Política Monetaria".

## I.. LAS CONDICIONES ACTUALES

### I.1 Desarrollos durante 1995.

El comportamiento reciente de la economía chilena se enmarca en una senda de crecimiento y reducción de la inflación, cuyos resultados son más favorables que las proyecciones y metas planteadas por el Banco Central en su informe de septiembre de 1994. De hecho, la meta de inflación para 1995 fue reducida en noviembre del año pasado. Ello consolidó en un nuevo nivel las expectativas de inflación del sector privado y permitió corregir la estimación de inflación implícita en el cálculo del Presupuesto del sector público, antes de que éste se convirtiera en ley de la República. La baja en la meta de inflación, de más menos 9% a más menos 8%, se formalizó luego del afianzamiento de la significativa baja en el ritmo inflacionario que se verificó en el segundo semestre de 1994. Cabe señalar, también, que este quiebre en la tendencia de la inflación se materializó sólo después de veinte meses de progreso relativamente lento en esta materia.

Por su parte, la proyección de crecimiento ha sido revisada en forma sucesiva, en función de los cambios en el escenario externo de la economía chilena. A fines de 1994 y a comienzos de 1995 se generó cierta incertidumbre en el escenario financiero internacional. Considerando este hecho, las proyecciones de crecimiento de la actividad y del gasto presentadas en el informe de 1994 parecieron superiores a lo probable para el año. Sin embargo, con posterioridad, en la medida en que el panorama internacional tendió a aclararse y se afianzó la confianza de los mercados externos y de los inversionistas nacionales en la solidez de la economía chilena, los efectos reales esperados de la turbulencia financiera externa se hicieron prácticamente nulos. Así, las perspectivas de crecimiento se volvieron más optimistas. Más aún, con la fuerte mejoría de los términos de intercambio que se ha verificado en 1995, las estimaciones actuales

de crecimiento de la actividad y del gasto para el presente año superan claramente las proyecciones originales.

El Banco Central espera que en 1995 el crecimiento real del Producto Interno Bruto (PIB) se aproxime a 7%, mientras se proyecta que el gasto interno aumente casi dos puntos porcentuales por sobre el crecimiento del producto. Este desempleo se inscribe en una senda de aumento del producto y gasto, compatible con el crecimiento de tendencia y el aumento esperado del ingreso nacional. Durante el primer semestre de 1995, el PIB habría crecido algo más de 7% en relación con igual período del año anterior, dinámica que ha estado sustentada tanto por la evolución de la demanda externa como por la interna. En efecto, las exportaciones de bienes y servicios habrían crecido, en términos reales, 13,4% y 10,0% en el primer y segundo trimestre de 1995, en relación con iguales períodos del año anterior, mientras que las importaciones lo habrían hecho en 21,7% y 17,4%, respectivamente. Por lo anterior, se estima que el crecimiento del gasto, tanto del primero como del segundo trimestre, alcanzó un valor en torno de 10%. El dinámico crecimiento de la demanda interna se ha visto influido de manera notoria por la recuperación en el nivel de inventarios ocurrida durante el primer semestre del año.

Junto con este incremento del gasto, en el ámbito monetario las cifras muestran un crecimiento anual nominal del dinero privado ampliado (M1A), que, situándose en 22,5%, en diciembre del año pasado, llegó a 27,1%, en junio, para luego moderarse y registrar un ritmo de aumento de 22,3% anual, en agosto. Este crecimiento equivale a un incremento de los saldos reales de 12,7% en doce meses, el que excede significativamente al del producto. Tal fenómeno se explica, en parte, por la disminución del costo de mantener dinero, derivado de la desaceleración inflacionaria, así como por la remonetización de la economía después del fin del ajuste ocurrido durante el período 1993-1994.

Las cuentas externas, por su parte, han mostrado un comportamiento muy favorable durante el primer semestre de este año, con un superávit de balanza comercial y de cuenta corriente de US\$ 1.332 millones y US\$ 725 millones, respectivamente, cifras que superan en cerca de US\$ 1.000 millones los resultados obtenidos en igual período de 1994. Mientras en el primer semestre del año pasado las exportaciones de bienes alcanzaron a US\$ 5.373 millones, en igual período de 1995 se registraron cerca de US\$ 8.000 millones, como resultado de incrementos tanto de los precios como de los volúmenes exportados.

Asimismo, debido a la mayor actividad económica, al aumento de precios internacionales y, en alguna medida, a la apreciación real del peso, las importaciones de bienes crecieron 32%, en términos de valor, pasando de US\$ 5.028 millones, en el primer semestre de 1994, a US\$ 6.621 millones, en igual período de 1995.

En relación con la cuenta de capitales, durante el primer semestre de 1995 se verificó una menor entrada de capitales al país, al anotarse un ingreso neto de US\$ 684 millones, registro claramente inferior a los US\$ 1.424 millones ingresados en igual período del año pasado. Esto se explica por una moderada reducción de la entrada neta de capitales de mediano y largo plazo ¿desde US\$ 1.294 millones, en el primer semestre de 1994, a US\$ 988 millones, en igual período de este año¿, y por una reversión de los capitales de corto plazo, que, de anotar un ingreso de US\$ 131 millones, en el primer semestre del año pasado, registraron una salida por US\$ 304 millones en el mismo período de 1995, fenómeno este último que estuvo relacionado con los efectos financieros derivados de la crisis mexicana.

En el primer semestre de 1995, el saldo de la balanza de pagos, esto es, la suma del saldo de la cuenta corriente y la cuenta de capitales; descontados errores y omisiones por algo más de US\$ 520 millones, alcanzó US\$ 884 millones, lo que supera levemente el superávit anotado en igual período del año pasado, el que ascendió a US\$ 752 millones.

En materia de inflación, transcurridos los primeros ocho meses del año, la cifra acumulada asciende a 6,4%, lo que se compara favorablemente con el 6,8% acumulado a igual fecha del año pasado, sobre todo considerando que la inflación de agosto de este año se ha incrementado por efectos puntuales, que deberían disiparse en los próximos meses. Si bien la inflación en doce meses bajó de 8,9%, en diciembre de 1994, a 7,4%, en mayo, para luego repuntar a 8,5%, en agosto, es importante destacar la presencia de varios elementos desfavorables, pero transitorios, que han incidido en este repunte. Entre ellos se incluye el efecto del alza de tributos indirectos, al igual que los incrementos de los precios de algunos alimentos, derivados de la situación del clima y de desvíos transitorios respecto de su tendencia, para algunos precios internacionales. En efecto, diferentes indicadores de la inflación subyacente o de tendencia ¿que corrigen las distorsiones introducidas por algunos productos, principalmente alimentos, cuyos precios muestran fuertes oscilaciones, muchas de ellas de carácter estacional¿ registran una continua disminución de la trayectoria inflacionaria a lo largo de este año, partiendo de 9,4%, a fines del año pasado, y situándose en agosto algo por arriba de 7% anual.

La evolución de las remuneraciones nominales en los últimos doce meses también ha sido coherente con la desaceleración inflacionaria, aunque su reducción se ha dado a un ritmo más lento que el de los precios. Durante el segundo semestre de 1994, el nuevo índice de remuneraciones por hora desaceleró su ritmo de incremento, desde 17,2%, observado en junio de 1994, a 13,5%, observado en diciembre del mismo año, mientras que el costo de la mano de obra presentó una disminución desde 16,1% a 14,4%, a través del mismo período.

Durante el primer semestre del presente año, los índices de remuneraciones y costo de la mano de obra han continuado esta trayectoria a la baja, aunque

en el caso de las remuneraciones la desaceleración ha sido muy leve. A julio de este año, las remuneraciones nominales presentaban una tasa de variación, en doce meses, de 12,6%, mientras que el índice del costo de la mano de obra mostraba un crecimiento, en igual período, de 12,1%.

Cabe destacar que el incremento nominal de las remuneraciones no ha generado presiones inflacionarias adicionales sobre los mercados finales, por el aumento registrado en la productividad laboral. El crecimiento de la productividad durante 1995 se ha situado por encima del incremento real de los índices salariales. Adicionalmente, la evolución reciente de la ocupación indica que el mercado laboral puede responder a aumentos en la demanda por trabajo sin que se acelere el crecimiento de los salarios. En general, diversos indicadores del mercado laboral sugieren que su evolución es coherente con la mantención de una trayectoria de equilibrio para el costo de la mano de obra y la desaceberación de la inflación.

Luego de haber consolidado la trayectoria decreciente de la inflación y de haber neutralizado las presiones inflacionarias latentes que habían empezado a incubarse desde 1992, hacia fines del aflo pasado el Banco Central comenzó a rebajar gradual y sucesivamente su política monetaria. En este proceso, se han tenido en consideración la fortaleza de las cuentas externas, el aumento del ahorro, el elevado crecimiento del ingreso nacional y la reducción en la tendencia de la inflación. Si bien el crecimiento de la demanda interna para 1995 ha sido bastante dinámico, el incremento de los precios internacionales de nuestros productos de exportación por sobre los de importación ha generado un significativo crecimiento del ingreso nacional. Esto ha dado espacio para la política monetaria moderadamente expansiva, que permite acomodar un crecimiento algo mayor del gasto sin arriesgar la estabilidad de precios ni el equilibrio externo.

Junto al manejo prudente de la política monetaria, siempre atenta a evitar desbordes del gasto, la credibilidad generada por el cumplimiento de las metas inflacionarias planteadas en años anteriores ha sido un elemento que ha contribuido al éxito que ha tenido la política de reducción gradual de la inflación. Esta ganancia de credibilidad, que el Banco Central pretende seguir manteniendo como activo, significa que el Instituto Emisor continuará vigilando los desarrollos macroeconómicos, en especial en lo referente al comportamiento de la inflación.

Es útil, en medio de condiciones tan favorables reflexionar sobre la conducción macroeconómica más reciente, con el objeto de recalcar la importancia de adoptar acciones oportunas y no precipitadas, a pesar de que ellas muchas veces sean motivo de crítica e incomprensión de diversos sectores. Como se recordará, en 1992 el Banco Central tomó acciones para moderar el ritmo de crecimiento del gasto, que se había acelerado en exceso, poniendo en riesgo la reducción de la inflación y los equilibrios externos. El éxito del proceso de ajuste entonces iniciado permitió consolidar una tendencia inflacionaria decreciente y la estabilidad de las cuentas externas,

lo que gradualmente dio espacio para reducciones prudentes de las tasas de interés consideradas consistentes con estos objetivos. Este año, a pesar de las disminuciones ya registradas en las tasas de interés, que han alcanzado los niveles más bajos de los últimos seis años, muchas voces se han alzado para pedir que sean reducidas en forma más rápida y significativa. Sin embargo, el planteamiento previsor y prudente del Banco Central, expresado en una disminución paulativa y pausada de las tasas de interés, ha evitado la incubación de nuevos desequilibrios. Una vez consolidados los avances en materia de inflación, la política monetaria se ha acomodado para generar mayores espacios de crecimiento sostenibles en el tiempo, cautelando tanto el equilibrio interno como el externo.

El corolario de lo anterior es que el manejo monetario ha intentado evitar una aceleración muy temprana y brusca del crecimiento de la economía. En caso contrario, se podría correr un riesgo importante: que a algunos meses plazo se requiera iniciar un nuevo ajuste del gasto, lo que a la larga haría este proceso más costoso y retardaría la consolidación de un ritmo de desarrollo sólido y sostenible de la economía nacional.

## 1.2 Las perspectivas para el resto de 1995.

Dados la fortaleza de nuestras cuentas externas y el incremento del ingreso nacional, a lo que se ha sumado el descenso de las tasas de interés, se estima que el crecimiento del producto alcanzaría a cerca de 7% en 1995, mientras que la tasa de aumento del gasto interno superaría a la del producto en casi dos puntos porcentuales. El crecimiento del gasto, si bien es elevado y superior al del producto observado, así como al crecimiento del potencial de la economía, se estima transitorio y producto de una coyuntura favorable de los precios internacionales. El incremento de la actividad y del gasto no impediría el progreso en materia inflacionaria, y se espera que la tasa de inflación anual de 1995 debiera situarse en torno del 8% proyectado.

El crecimiento económico de 1995 constituye un excelente desempeño y marca una clara recuperación del crecimiento de la actividad económica, luego de terminado el proceso de ajuste de la economía chilena iniciado en 1992. Cabe destacar que si bien se ha dado un crecimiento del gasto interno mayor al del producto, aquél ha sido claramente inferior al crecimiento del ingreso nacional, lo que ha significado una cuenta corriente de la balanza de pagos más favorable. En efecto, se estima un crecimiento del ingreso nacional de 12,8%, cifra superior al incremento esperado de la demanda interna. Se proyecta que el consumo privado crezca a una tasa similar a la del gasto global, pero menor a la del ingreso, lo que, unido a una expansión moderada del consumo público, implicaría un alza del ahorro interno y un crecimiento económico compatible con una trayectoria decreciente de la inflación. Por otra parte, la formación de capital crecerá a un ritmo similar al del producto, como consecuencia tanto de las menores tasas de interés y de las condiciones externas como del ciclo normal de la construcción.

La acumulación de los niveles de inventarios, propia de los períodos de recuperación, será otro impulso al crecimiento del gasto en 1995.

Al igual que el años pasado, las exportaciones de bienes y servicios volverán a tener el liderazgo en el proceso de expansión de la economía, aumentando su crecimiento en términos de volumen desde algo más de 8% en 1994 a alrededor de 13% en 1995. Este dinámico comportamiento de las exportaciones se explica tanto por el significativo incremento de las exportaciones no tradicionales como por el de las de cobre.

En cuanto al consumo privado, se considera que registrara un aumento algo superior a 9%, prácticamente el doble del crecimiento observado durante 1994.

En lo concerniente al ahorro nacional, se proyecta que alcanzará una cifra en torno de 27% del producto interno bruto medido a precios corrientes, registro que constituye un máximo histórico para nuestra economía y que es superior en más de un y medio punto porcentual al alcanzado en 1994. Este aumento refleja un crecimiento del consumo menor que el dinámico incremento del ingreso nacional disponible, derivado ¿como señale¿ de los favorables términos de intercambio con que ha contado la economía chilena. El alza de los términos de intercambio provoca un aumento del ingreso, lo que, junto con el menor incremento del consumo real, genera una capacidad adicional de ahorro interno; este mayor ahorro, al mantenerse la tasa de inversión en un nivel similar al del año pasado, reduce el financiamiento externo necesario medido por el resultado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

La mejoría de los términos de intercambio ya comentada se inició en 1994 y ha sido superior a la esperada. Esto ha llevado al Banco Central a revisar sucesivamente las proyecciones del saldo en la cuenta corriente y en la balanza comercial. Así, mientras en septiembre de 1994 se estimaba un déficit en cuenta corriente de US\$ 1.500 millones para 1995, en la actualidad se proyecta un resultado superavitario en torno a US\$ 500 millones. El saldo de la balanza comercial se estima en algo menos de US \$ 2.000 millones, resultado que se compara muy favorablemente con las proyecciones iniciales, que estimaban para este año un superávit comercial de sólo US\$ 100 millones. Los mejores resultados de las cuentas externas encuentran su explicación fundamentalmente en la mejoría de los términos de intercambio, en particular por el fuerte aumento de precios del cobre y de otros productos principales de exportación, aunque no puede desconocerse el efecto del apreciable incremento en los volúmenes exportados.

La proyección de balanza de pagos para el presente año muestra una situación de abundancia de divisas, predominantemente como resultado de la mejoría, en parte transitoria, de la balanza comercial expresada en exportaciones por US\$ 15.900 millones e importaciones por US\$ 13.900 millones. Dichas estimaciones consideran un precio promedio anual del cobre de 132,5 centavos de dólar la libra. La proyección de exportaciones



de bienes para 1995 indica un crecimiento en torno de 38% en términos de valor y de algo más de 12% en términos de volumen. Este incremento está siendo liderado por las exportaciones de cobre y por las no tradicionales, las cuales se estima que crecerán en el año cerca de 14% y 15% en volumen, respectivamente.

En cuanto a las importaciones de bienes, se considera que subirán en torno de 16% real respecto del año pasado, lo que resulta coherente con el mayor crecimiento esperado del gasto durante 1995.

La cuenta de servicios presentara un déficit, íntegramente atribuible a los servicios financieros. Se estima que el saldo de servicios no financieros será de US\$ 50 millones, mientras que el deficit proyectado para los servicios financieros tendrá un leve incremento en relación a 1994, alcanzando a US\$ 1.950 millones. Finalmente, se prevé que las transferencias serán de alrededor de US\$ 400 millones, superiores a las observadas el año pasado. En consecuencia, la cuenta corriente anotaría un resultado superavitario en 1995 de unos US\$ 500 millones, algo menos de 1,0% del producto interno bruto. Cabe destacar que este resultado no constituye tendencia, pues difiere del déficit de cuenta corriente de mediano plazo. Dicha diferencia se explica, en lo fundamental, por los elementos transitorios vinculados a la evolución en los precios de intercambio.

El saldo de la balanza de pagos para el año se estima en aproximadamente US\$ 1.950 millones. Dada la posición superavitaria ¿que (reitero) se evalúa transitoria, pues se proyecta un déficit en cuenta corriente del orden de 3% para términos de intercambio normalizados, este saldo es consistente con un ingreso neto de capitales ¿incluyendo errores y omisiones¿ de alrededor de US\$ 1.450 millones, los que corresponden mayoritariamente a financiamiento externo de mediano y largo plazos. Al fuerte ingreso de capitales contribuye de manera significativa la inversión extranjera neta, que se estima alcanzará a US\$ 950 millones en 1995, derivada de US\$ 1.600 millones de inversiones del exterior y de US\$ 650 millones de inversiones chilenas en el extranjero. Estas cifras demuestran que los logros en materia económica han permitido aumentar el intercambio financiero con el exterior y consolidar la confianza que el resto del mundo tiene en la economía chilena. El resto de los ca-pitales de mediano y largo plazos llegaría a US\$ 950 millones. Por último, el flujo de capitales de corto plazo alcanzaría a una cifra del orden de US\$ 50 millones.

De manera similar a lo sucedido en el primer semestre, las proyecciones de la cuenta de capitales para la segunda mitad del año muestran un importante crecimiento en las amortizaciones con respecto a igual período del año anterior. Este crecimiento se explica fundamentalmente por el pago de la segunda cuota de la deuda externa del Banco Central correspondiente al programa financiero. La sólida posición de balanza de pagos permitirá efectuar amortizaciones, e incluso estos prepagos, los que se dirigirán inicialmente a reducir el endeudamiento externo con organismos

multilaterales. Por otra parte, también se prevé un incremento en las amortizaciones de otros créditos contratados tanto por el sector público como por el sector privado en períodos anteriores. Como resultado de lo señalado, el total de amortizaciones en 1995 será del orden de US\$ 2.050 millones, US \$ 648 millones por sobre el nivel del año anterior. Cabe señalar que el Banco Central también tiene contemplado prepagar durante el segundo semestre de 1995 la deuda que mantiene con el Fondo Monetario Internacional y que asciende aproximadamente a US\$ 210 millones, así como la que tiene con el Banco Interamericano de Desarrollo, que alcanza a US\$ 86 millones.

## II. POLITICAS MACROECONOMICAS Y

### PERSPECTIVAS PARA 1996

#### 11.1 La nueva modalidad de política monetaria.

La política monetaria del Banco Central está orientada tanto a facilitar la con-solidación de los logros en materia de inflación como a impulsar futuros avances hacia la estabilidad de precios. En este sentido, el Instituto Emisor tiene como misión buscar los mecanismos más eficientes para la realización de una política monetaria acorde con estos principios. Por casi una década la política monetaria del Banco Central se ha basado en el control de las tasas de interés de algunos de los instrumentos financieros ofrecidos por él. Esta política se ha fundamentado en la influencia que dichas tasas ejercen, directa e indirectamente, sobre el ritmo de expansión del gasto agregado. La constatación empírica de cierta inestabilidad de la demanda de dinero ha hecho no recomendable una política basada en el control de agregados monetarios, pues su adopción implicaría que, aun alcanzando los objetivos intermedios fijados, pueden existir desvíos importantes en materia de las metas macroeconómicas.

Durante el primer semestre de este año el Consejo del Banco Central determinó modificar la modalidad de efectuar la política monetaria, sin por esto abandonar la política de control de tasas de interés. Estas modificaciones no representaron un giro importante en los objetivos del Instituto Emisor, así como tampoco en su apreciación sobre la marcha de la economía. Ellas sólo buscaron ampliar y perfeccionar el instrumental disponible para lograr el objetivo de control del gasto agregado, destinado a perseguir con igual énfasis las metas finales de estabilidad de precios y el normal desarrollo de los pagos internos y externos.

Después de varios años en que la política monetaria centró su acción en las tasas de interés de los pagarés reajustables de corto plazo (PRBC a 90 días) ofrecidos por el Banco Central, se optó por centrar el énfasis de la política en la tasa interbancaria diaria, pasando la tasa de interés de pagarés a ser determinada por el mercado en licitaciones periódicas. Este cambio se inscribe en el proceso de entregar al mercado un rol más importante en la determinación de la estructura de tasas de interés, situación que ya era efectiva para las tasas de interés de los instrumentos de largo plazo del

Banco Central (PRC), y que gradualmente se ha hecho extensiva a las tasas de interés a 90 días de los pagarés reajustables del Banco Central.

Corno es sabido, el Instituto Emisor no sólo ejecuta su política a través de los mercados financieros de corto plazo, sino que también se ha visto obligado a intervenir en los mercados monetarios de más largo plazo, realizando una labor que en otros países desarrolla el equivalente de la Tesorería General de la República. El grueso de la deuda interna del sector público fue asignada al Banco Central y se encuentra registrada en el balance del Instituto Emisor. La razón de esta anomalía es que dicha deuda fue emitida para financiar el rescate de buena parte de la banca privada de mediados de los años ochenta, y las autoridades de la época consideraron que el Banco Central podía colocar esa deuda a un menor costo. Más recientemente, la política de esterilización del influjo de divisas y la consecuente acumulación de reservas internacionales y una política de extender el plazo de las obligaciones internas del Instituto Emisor, han significado nuevos incrementos absolutos de la deuda interna de mediano y largo plazos, si bien ésta se ha mantenido estable como proporción del producto interno bruto. En la actualidad se espera que la participación del Banco Central en estos mercados financieros sea lo más neutral posible, con un impacto mínimo en la estructura de la curva de rendimiento.

La nueva modalidad de política monetaria se resume, en lo fundamental, en que el Instituto Emisor deja de fijar la tasa de interés de sus pagarés reajustables a 90 días mediante su venta por ventanilla abierta, concentrando su atención, en cambio, en el uso de las tasas de interés de un día para instrumentalizar su ejecución. Esta modificación no significa que el Banco Central deje de influir sobre las tasas de interés a plazos mayores al diario como un objetivo intermedio en la realización de su política monetaria, sino que constituye un cambio en la forma en que esta influencia se materializa, otorgándole mayor iniciativa, flexibilidad y eficacia a la política monetaria.

El Banco Central cuenta con una serie de mecanismos que aseguran la mantención de la tasa de interés diaria dentro de un rango consistente con los objetivos de la política monetaria. Por una parte, se ha establecido una cuenta de depósito de liquidez en la cual se pueden efectuar depósitos a un día y obtener una tasa de interés que en la actualidad equivale en términos anuales a la variación de la unidad de fomento más 5,0%. Este mecanismo establece un piso efectivo a la liquidez del sistema y, por lo tanto, a las tasas de interés de corto plazo. Esto no significa que las tasas interbancarias deban ubicarse a ese nivel, pues sólo es una cota mínima, que no necesariamente es operativa en cada momento del tiempo. Por otra parte, el Banco Central provee liquidez al sistema financiero a través de tres tramos de la línea de crédito de liquidez, cuya tasa, para el primero de los tres tramos, actualmente se ubica en UF más 5,7% anual. La existencia de esta línea de crédito, como también el manejo activo de las operaciones de compra de títulos con pacto de retrocompra (repos) limitan movimientos indeseados al alza en las tasas de interés de muy corto plazo. Existe, además, un elemento discrecional en

la determinación de los cupos de licitación, que permite al Instituto Emisor afectar las condiciones de liquidez y entregar señales sobre lo que considera un equilibrio apropiado para la tasa de interés. Por último, cabe señalar que el Banco Central puede neutralizar movimientos indeseados a la baja en los tipos de interés mediante la licitación, no previamente anunciada, de títulos de plazo y monto a determinar en cada ocasión.

El nuevo sistema de hacer política monetaria presenta varias ventajas respecto al anteriormente vigente, entre las que destacan evitar el efecto desequilibrador de la especulación, otorgar mayor flexibilidad para responder a las condiciones de mercado y abrir la posibilidad de ajustes graduales. La fijación de tasas de interés para instrumentos de 90 días podía producir efectos perversos ante expectativas de eventuales cambios en dichas tasas. En efecto, al existir expectativas, por ejemplo, de una eventual reducción de la tasa a la que estaba fijado el PRBC, se creaban incentivos para que los agentes económicos adquirieran mayores volúmenes de estos instrumentos ofrecidos por el Banco Central, lo que hacía disminuir la liquidez y elevaba las tasas de interés de mercado de corto plazo, distorsionando el normal funcionamiento del mercado financiero. La ejecución de la política sobre la base de las tasas diarias resuelve el mencionado problema y aumenta la eficacia de la política monetaria, permitiendo una mayor iniciativa, flexibilidad y frecuencia de los movimientos de tasas cortas, las que a su vez afectan al resto de las tasas y permiten un mayor control de las condiciones de liquidez para influir sobre el curso del gasto agregado y de la inflación.

De otro lado, las características del anterior régimen de control monetario rigidizaban un eventual ajuste de las tasas internas frente a cambios en las condiciones internacionales. Como consecuencia de lo anterior, la variabilidad de las condiciones de los mercados internacionales se traspasaba principalmente al tipo de cambio, introduciendo mayor volatilidad e inestabilidad en este importante precio, mientras las tasas de interés de mercado tenían poco margen para fluctuar. Dada la creciente integración financiera que Chile ha venido experimentando en los últimos años, la nueva modalidad de política monetaria permite que las tasas de interés de mercado se adapten con mayor flexibilidad a las condiciones vigentes en el país y en el exterior, aminorando presiones de los flujos de capitales y, en consecuencia, entregando una mayor estabilidad al mercado cambiario. En efecto, en el nuevo escenario la mayor flexibilidad de las tasas de interés de corto plazo significa que la volatilidad derivada de los shocks que afectan a la economía chilena se distribuye más equitativamente entre los movimientos de las tasas de interés, la recomposición de cartera y las variaciones del tipo de cambio, y no sólo mediante estos dos últimos mecanismos, como había ocurrido anteriormente. En este sentido, el nuevo esquema permite absorber en forma más adecuada parte de la volatilidad que se ha venido observando últimamente en los mercados cambiarios.

Esta nueva modalidad de realizar política monetaria, más sofisticada y eficaz, ha sido introducida considerando la confianza de que la economía chilena

ha llegado a un adecuado grado de madurez en el funcionamiento de su sistema financiero. Por lo demás, la utilización de las tasas de un día como principal instrumento monetario ha sido probada como la forma más eficaz de ejecutar la política monetaria en los países con mercados financieros más desarrollados.

#### 11.2 Política cambiaria y regulación de los flujos de capitales externos.

A partir de 1990, el valor real del peso se ha venido apreciando, en forma gradual pero sostenida, a una tasa promedio de 4,4% anual, acumulando 19,4% entre 1990 y el primer semestre de 1995. No obstante, el tipo de cambio real de 1995 es 29% más alto que el vigente en 1979, año anterior a la fuerte apreciación del peso ocurrida a principios de los años ochenta, y sólo 9% inferior al de 1986, año en que el tipo de cambio sobrerreaccionó al alza para enfrentar la aguda escasez de divisas que hubo que afrontar con posterioridad a la crisis internacional de la deuda externa de comienzos de esa década. Estas comparaciones indican que los actuales niveles de competitividad del sector transable nacional son elevados en términos históricos. Por otra parte, la apreciación real que muestra la moneda nacional durante los años noventa no es un fenómeno ajeno a la región, sino más bien el resultado de un profundo cambio en las condiciones externas que afectan a ésta, tanto en lo referente al financiamiento externo como a los mercados de exportación. El gráfico 2 del documento que se distribuyó a los señores Senadores indica que hasta fines de 1994 Argentina, Brasil, Colombia y México mostraban una apreciación del tipo de cambio real mayor a la chilena; ciertamente, la devaluación mexicana de diciembre pasado modificó esa condición para dicha economía en los meses siguientes.

En el primer semestre de 1995 el peso se ha apreciado en términos reales en 4,1% respecto a igual semestre del año anterior. Esta apreciación refleja en parte el alto nivel alcanzado por los términos de intercambio. Durante el primer semestre de 1995 el precio en dólares de las exportaciones se incrementó en 31,6%, mientras que el de las importaciones lo hizo en 9,8%. Considerando este elemento, así como la solvencia externa del país y los favorables resultados en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos, el Banco Central, haciendo un gran esfuerzo patrimonial, ha logrado estabilizar el valor de la divisa en una trayectoria compatible con el equilibrio, tanto de corto como de mediano plazo, de las cuentas externas. Pero esto no significa que se haya intentado evitar toda la volatilidad del tipo de cambio, sino sólo aquella que signifique un desvío fundamental de la trayectoria buscada. Los mercados cambiarios son volátiles debido a que los flujos de divisas correspondientes a las exportaciones, importaciones y movimientos de capital son inciertos, y es conveniente entonces que el precio de la divisa así lo exprese. En gran parte el riesgo cambiario es inherente al intercambio comercial y financiero con el resto del mundo, y no parece adecuado que en una economía de mercado, el Banco Central incurra en costos excesivos, utilizando recursos públicos, para evitar todas esas fluctuaciones. Por otra parte, los mercados de productos derivados también se están desarrollando

y profundizando en lo cambiario, de modo que los participantes en este mercado ven ampliada su posibilidad de traspasar o compartir el riesgo que enfrentan pagando un precio de mercado por este servicio.

El Banco Central mantiene una política de avance sostenido, aunque gradual, hacia la integración a los mercados de capitales internacionales. La justificación de esta política es evitar una excesiva expansión del gasto interno y apreciación del peso; posibilitar que los precios relativos de los activos se vayan ajustando lentamente a la mayor integración económica y dar tiempo a los agentes internos para que se adecuen a las nuevas condiciones.

En el último año han continuado los avances en materia de integración de los mercados cambiarios y de capitales internacionales. Así, en 1995 los mercados cambiarios formal e informal se han visto prácticamente unificados. En efecto, el diferencial de precios durante el primer semestre de este año fue sólo 0,1%, situación que se compara favorablemente con el diferencial de 1,4% que existió durante los años 1990 y 1991. Por otra parte, el mercado bursátil chileno se ve crecientemente integrado a las principales bolsas del mundo, hecho que se refleja en la correlación del precio de las acciones en Chile y en el exterior. Asimismo, los mercados de cambios también se han integrado, lo cual se refleja en el impacto de los movimientos de las paridades externas en el mercado cambiario local. También, como parte de este proceso de integración financiera internacional, se han diversificado progresivamente las fuentes de ingreso de los residentes, al incrementarse año tras año las inversiones directas y de cartera en el exterior.

El Banco Central tiene claro los beneficios de una mayor integración a los mercados de capitales internacionales. Éstos están asociados a las posibilidades de distribuir mejor el consumo a través del tiempo; la disminución en los costos de fondos para las empresas nacionales; la mayor transferencia tecnológica producto de la inversión extranjera, y la moderación en las fluctuaciones del ingreso nacional a través de la diversificación internacional. No obstante, el Banco Central también está consciente de los riesgos asociados a una apertura financiera abrupta. La economía chilena consigue su equilibrio interno con tasas de interés más altas que las internacionales, lo que sería impracticable ¿o lo sería al costo de una gran volatilidad cambiaria? si los mercados de renta fija nacional e internacional estuvieran plenamente integrados. En tal caso, la tasa de interés resultante sería menor a la necesaria para mantener el control del gasto, poniendo así en riesgo los logros en materia de reducción de la inflación y el control del déficit en la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Por otra parte, un proceso de integración más rápido conlleva el riesgo de que, en el corto plazo, se generen grandes flujos de capitales hacia el país, sobre todo en términos relativos al tamaño de nuestro mercado de capitales. Para una economía del tamaño de la chilena, los ajustes en

las carteras de activos de los inversionistas extranjeros pueden significar montos de ingresos de capitales muy significativos. En esas condiciones, una rápida y completa integración implica el riesgo de fuertes aumentos en el precio de los activos domésticos, incluyendo acciones, propiedades, tierras y valores. Los mayores precios de activos generarían un aumento de la riqueza percibida, y por ende en el gasto interno, así como una elevación en el valor de las garantías bancarias; en el valor real del peso y en el endeudamiento externo neto del país. En la medida que el ajuste de las carteras de activos se complete, o ante cualquier evento exógeno desfavorable, los inversionistas extranjeros podrían detener o incluso revertir el flujo de capitales que ingresa al país. Esta situación puede forzar un ajuste recesivo, ampliando los ciclos expansivos y contractivos que sufre la economía, los que son altamente perjudiciales para su desarrollo. La inestabilidad del crecimiento reduce la inversión, obliga a incurrir en costos de reasignación de recursos y en costos sociales no reversibles, como son los atrasos en la reducción de la pobreza, cuando por insuficiencia de recursos no se puede atender oportunamente a los grupos económicamente más débiles. Por último, la sola emergencia de un ciclo recesivo con estas características, unido a situaciones complejas para el sistema financiero doméstico, podría significar un importante retroceso en el propio proceso de integración financiera, por las implicancias económicas y políticas que generaría.

Para apoyar una estrategia macroeconómica de control de la expansión de gasto, que busca favorecer la generación del ahorro interno, y la estabilidad y el desarrollo sostenido tanto de la economía real como de la financiera, se ha privilegiado la apertura financiera gradual y selectiva. Esta permite limitar riesgos de grandes fluctuaciones en los precios de los activos domésticos, y le otorga un margen de acción adicional a la política monetaria en el control del gasto interno. Una prueba de los beneficios de la estrategia macroeconómica elegida es que, ante la turbulencia financiera que afectó a la región a principios de este año y que obligó a muchos países a profundos procesos de ajuste, nuestro país, por el contrario, presenta una tasa de crecimiento elevada, una inflación decreciente y sólidas cuentas externas. Ante esta situación y dadas las perspectivas futuras, varias agencias internacionales han mejorado la clasificación de riesgo del país y de sus empresas.

### II.3 Perspectivas y metas macroeconómicas para 1996.

En las condiciones de rápido crecimiento e inflación decreciente registradas en los últimos años, los objetivos macroeconómicos para 1996 consisten en continuar el avance por la misma senda. Se busca mantener el ritmo de crecimiento sólido y sostenible en el mediano y largo plazo, y seguir avanzando hacia la estabilidad de precios mediante disminuciones graduales, pero sostenidas de la tasa de inflación. Para la consecución de estos fines, el Banco Central orientará sus políticas a la mantención de un nivel de gasto agregado que sea compatible con la capacidad productiva y

con una sólida posición de las cuentas externas. No obstante ¿tal como se ha reiterado¿-, el proceso de estabilización de precios será más eficiente y menos costoso en la medida en que concurren, tanto el sector público como el privado al logro de este objetivo. En efecto, el financiamiento sano del gasto público y la moderación de su incremento, así como la del gasto privado, son elementos necesarios y complementarios a la política monetaria en el logro de los objetivos macroeconómicos. En el mismo sentido, es necesario enfatizar la importancia que tiene para la reducción de la inflación el evitar la introducción de mecanismos de protección a la producción nacional ¿cuando no están fundados en una competencia externa desleal comprobada, de acuerdo a procedimientos acordados en tratados internacionales¿, ya que ellos reducen la competencia y generan presiones de costos, con los consiguientes efectos en materia inflacionaria.

Por último, para favorecer una baja más rápida y eficiente de la inflación, también es importante que, en los procesos de negociación de precios y salarios, se considere la inflación proyectada decreciente en lugar de la inflación pasada. En materia cambiaria, la política del Banco Central continuará promoviendo un tipo de cambio real coherente con el equilibrio externo de la economía en el mediano y largo plazo, generando, de este modo, condiciones estables para la asignación de recursos, los pagos externos y los precios domésticos en el horizonte más largo.

La oportuna aplicación de estas políticas permitirá que la reducción sistemática en el ritmo de crecimiento de los precios, que se ha observado en los últimos cuatro años, continúe durante 1996. Así se buscará la convergencia del gasto agregado al potencial de crecimiento de la economía en el mediano y largo plazo, de forma de permitir que durante 1996 se siga avanzando en materia inflacionaria. A la consecución de dicho objetivo, debería contribuir también la credibilidad lograda por la autoridad monetaria, la que ha ido lentamente creando las bases para que las presiones salariales y de márgenes de utilidad digan relación con las ganancias de eficiencia y no reflejen meras presiones inflacionarias. Así, el Banco Central se ha planteado como meta de inflación para 1996 un alza de precios al consumidor en torno a 6,5% anual.

Para 1996 se estima que el crecimiento económico alcanzará un ritmo algo inferior al proyectado para este año, con una tasa en torno a 6%, considerada compatible con la capacidad productiva potencial de la economía chilena en las actuales condiciones. Asimismo ¿como se comentó¿, se proyecta que el crecimiento del gasto interno se alinearé con el crecimiento real del PIB, lo que implica que las importaciones de bienes y servicios aumentarían a un ritmo similar al de las exportaciones. Durante 1996, el crecimiento continuará siendo liderado por las exportaciones de bienes y servicios y por la formación de capital fijo. Se estima que el crecimiento del consumo será algo inferior al del producto y del gasto.



La formación bruta de capital fijo está proyectada para crecer a un ritmo algo superior al del PIB, con lo que el coeficiente de formación de capital a producto aumentaría por sobre 26,5%. La formación bruta de capital fijo se proyecta que crezca a un ritmo superior al alcanzado en 1995, conforme se espera que la inversión privada, particularmente la relacionada a la construcción, acelere su ritmo de crecimiento y la inversión pública continúe con la dinámica observada en los últimos años. De hecho, se proyecta que la percepción de la estabilidad política y económica ¿la que se ha reflejado en una mejor clasificación de riesgo para Chile¿, permita mantener el elevado nivel de inversión extranjera registrado en los últimos años.

Las exportaciones totales de bienes y servicios se prevé que crecerán en torno a 10% real, estimándose que el aumento del volumen de las exportaciones de cobre se ubique en alrededor de 12%, mientras que las exportaciones no tradicionales aumentarían en volumen en torno a 10%. Las exportaciones principales distintas de cobre presentarían una tasa de incremento algo menor, estimada en 5,5%.

El superávit comercial de US\$ 900 millones proyectado para 1996, es menor al estimado para 1995, debido al deterioro anticipado en los términos de intercambio. En particular, el valor de las exportaciones de cobre tendrá una leve disminución durante 1996, pues el incremento estimado en los volúmenes exportados no alcanzaría a compensar las disminuciones en el precio del metal. Para los productos distintos del cobre se espera incrementos en los volúmenes exportados tanto para las exportaciones principales como para las no tradicionales, los que se verían reflejados en aumentos iguales en el valor de estas exportaciones, puesto que no se proyectan mayores cambios en sus precios. Con todo, se estima que las exportaciones totales experimentarían un incremento en volumen del orden de 10%, el que correspondería a incrementos de valor en torno a 4%, pues, como consecuencia de los menores precios del cobre, se espera disminuciones de precios para el conjunto de las exportaciones. De hecho, las proyecciones del precio del cobre para 1996 sitúan esta variable en 115 centavos de dólar la libra, valor que si bien es elevado en términos históricos, es significativamente inferior al verificado en 1995.

Las importaciones, por su parte, también crecerían en torno a 9% en términos de volumen y 12% en términos de valor. Este crecimiento se vería reflejado en todas las categorías de bienes importados, destacándose el crecimiento proyectado para las importaciones de bienes de capital e intermedios, el que se explicaría tanto por la mantención del dinamismo de actividad como por una cierta aceleración de la inversión proyectada para 1996.

El superávit de la balanza comercial antes mencionado será más que compensado por el déficit de las cuentas de servicios y transferencias, generándose un déficit en cuenta corriente en torno a US\$ 1.500 millones, lo que representaría algo más del 2% del PIB. El déficit en cuenta corriente aumentaría en relación al observado en 1995 en casi US\$ 2.000 millones,

lo que se explica por un menor superávit comercial de US\$ 1.100 millones y por mayores pagos de servicios, particularmente financieros, por US\$ 900 millones. El aumento de los pagos de servicios financieros tendría su origen, en gran parte, en el aumento de remesas de utilidades de la inversión extranjera, producto tanto de los significativos volúmenes ingresados por este concepto en los últimos años, que ha aumentado el stock de inversiones y las utilidades devengadas, como por la derogación de los plazos que limitaban la repatriación de utilidades de inversiones ingresadas al amparo del Capítulo XIX del Catecismo de Normas de Cambios Internacionales del Banco Central de Chile (C.N.C.I.).

Durante 1996 la balanza de pagos registraría un superávit en torno a US\$ 2.500 millones, donde el superávit en la cuenta de capitales, ascendente a una cifra que bordea los US\$ 4.000 millones, superaría a las necesidades de financiamiento definidas por el déficit en cuenta corriente. El superávit en la cuenta de capitales, por su parte, continuará exhibiendo durante 1996 la misma tendencia registrada en los últimos años, hacia un creciente aumento en la participación de los flujos externos de mediano y largo plazo ¿dentro de los cuales destacan tanto la inversión extranjera directa como la de cartera¿ en las fuentes de financiamiento externo del país. Así, para 1996 se proyecta un influjo neto de más de US\$ 3.300 millones en los capitales de mediano y largo plazo, correspondiendo cerca de la mitad a inversión extranjera neta. El resto del financiamiento de mediano y largo plazo provendría de líneas de crédito, previéndose desembolsos por unos US\$ 3.200 millones y amortizaciones por alrededor de US\$ 1.800 millones. Entre dichos desembolsos destacan los asociados al DL 600, los que se estima llegarían a una cifra del orden de US\$ 1.400 millones. Por último, la entrada neta de capitales de corto plazo se estima en torno a los US\$ 650 millones.

Para 1996 se proyecta un total de US\$ 1.800 millones de amortizaciones de deuda externa, cifra que no considera eventuales prepagos, y que es similar a la de 1995 si se hacen los ajustes correspondientes a las amortizaciones anticipadas del año en curso y a los pagos por créditos nuevos, que comenzarían en el transcurso del próximo año.

En resumen, para 1996 se proyecta continuar con la reducción gradual de la inflación, acompañada de un crecimiento económico sólido y sostenido, aunque algo inferior al de 1995. Se espera, asimismo, que el crecimiento de la demanda interna se mantenga en línea respecto del potencial productivo de la economía nacional, evitando con ello posibles rebrotes inflacionarios o generación de desequilibrios en las cuentas externas. En este sentido, la mantención de una política fiscal austera constituye un elemento fundamental para que el ritmo de crecimiento del gasto se alinee con el del producto, permitiendo con ello el descenso en el ritmo de crecimiento de los precios esperado para 1996. Se proyecta un déficit en el saldo de la cuenta corriente de la balanza de pagos en línea con el equilibrio de mediano y largo plazo. Esto último, junto con la estabilidad política y económica del

país, reconocida por la mejor clasificación de riesgo obtenida por Chile recientemente, deberían llevar a aumentar el crecimiento de la inversión, tanto doméstica como externa, así como permitir la consolidación de un crecimiento sostenido en todos los sectores de la economía.

### III.. EL PATRIMONIO DEL BANCO CENTRAL Y LA POLÍTICA MONETARIA

#### III.1 Los objetivos del Banco Central y su patrimonio.

De acuerdo con su Ley Orgánica Constitucional, el Banco Central debe velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos. El logro de estos objetivos se sustenta en las facultades operacionales y normativas que la ley le otorga, y en los recursos financieros y la capacidad de endeudamiento que le provee su patrimonio. Este último es afectado por las políticas económicas en vigencia, por los aportes de capital realizados por el resto de las entidades del Estado y por el gradual ajuste de partidas cuyo valor económico difería de la valoración contable. Si bien las políticas económicas aplicadas por el Banco afectan su patrimonio, la eficiencia de su gestión se mide por el logro de sus objetivos en materia de control de la inflación y de la normalidad financiera y cambiaria. Muchas veces, el cabal cumplimiento de estos objetivos tiene efectos negativos sobre el excedente del Instituto Emisor.

El logro del principal objetivo del Banco Central ¿la reducción de la inflación¿ implica una disminución de su más expedita fuente de ingreso en el corto plazo. Del mismo modo, la acumulación de reservas internacionales, necesaria para llevar a cabo un creciente proceso de integración comercial y financiera a la economía internacional, y para disponer de recursos líquidos que permitan hacer frente a contingencias transitorias del sector externo, también conlleva costos, debido a que la rentabilidad de los activos externos es menor que la rentabilidad alternativa de invertir esos recursos en la economía nacional. Asimismo, afluencias no perdurables de capitales externos, que deben ser neutralizadas a fin de impedir una apreciación excesiva de la moneda doméstica y una aceleración importante en el ritmo de crecimiento del gasto, que genere presiones sobre la inflación y aumente el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos, y, en consecuencia, para preservar la estabilidad de largo plazo de los pagos al exterior, requieren de intervenciones en el mercado cambiario. Dichas intervenciones, al ser esterilizado su impacto monetario mediante la colocación de deuda interna, también afectan negativamente los resultados del Banco Central.

El velar y garantizar la normalidad de los pagos internos también compromete potencialmente el excedente del Instituto Emisor. En caso de problemas de alguna institución financiera y como forma de evitar la corrida de los depósitos a la vista, el Banco Central los garantiza absorbiendo las eventuales pérdidas que pudieran producirse si la institución en problemas cae en insolvencia. De hecho, como resultado del apoyo a la banca durante la crisis financiera

de los años ochenta, el Banco Central debió enfrentar importantes pérdidas patrimoniales, que requirieron de recapitalizaciones por parte del Fisco.

El hecho de que la gestión del Banco Central no pueda medirse en función de su excedente, no justifica desconocer los efectos negativos de sus pérdidas. Precisamente, por el hecho de tener que hacer uso de sus reservas patrimoniales para enfrentar situaciones difíciles, el Banco debe evitar incurrir en pérdidas innecesarias, a fin de mantener una solvencia que haga posible la eficiente operación de sus políticas. Un patrimonio deteriorado puede debilitar su imagen y la credibilidad del público en las políticas cambiaria, monetaria y de deuda interna. Por el contrario, un Banco Central bien capitalizado y con utilidades, puede realizar más autónomamente sus políticas y transferir con toda propiedad dividendos al Fisco, lo que alivia otras cargas fiscales y facilita el financiamiento de programas públicos prioritarios.

Por otra parte, las pérdidas operacionales del Banco Central incrementan la capacidad de gasto del resto de la economía. Representan, por lo mismo, presiones de demanda similares a las que genera una expansión del gasto público y deben ser compensadas fiscalmente para evitar efectos negativos sobre la estabilidad macroeconómica. De hecho, el Banco Central no tiene casi espacios para generar mayores ingresos propios o menores gastos. El Gobierno sí los tiene a través de su política impositiva y de gasto. Así, las pérdidas operacionales del Banco Central requirieron de un superávit fiscal para compensar sus efectos sobre el gasto agregado.

Una gestión realmente eficiente por parte de la autoridad monetaria, orientada al logro de metas perdurables, es rentable en el largo plazo. Una inflación controlada es condición necesaria para un aumento sostenido de la producción y un crecimiento saludable del sistema financiero. Por otra parte, un manejo responsable de la política cambiaria favorece el desarrollo de mecanismos de mercado para afrontar las contingencias del sector externo, atenuando la necesidad de invertir en activos de bajo retorno. Bajo tales condiciones, el Banco Central recurre en menor medida a sus reservas patrimoniales para cumplir sus funciones y, por el contrario, está en condiciones de capitalizarse en forma sostenida, o bien, de repartir excedentes. Por todo ello, se hace necesario no desaprovechar las experiencias recogidas en las últimas décadas y aplicar las políticas que, aunque impliquen incurrir en pérdidas patrimoniales que pudieran requerir del soporte directo o indirecto por parte del Fisco, garanticen a un plazo mayor un crecimiento y desarrollo que beneficie a todo el país, incluido el Banco Central.

#### 111.2 Políticas, principales activos y resultados patrimoniales.

Las pérdidas del Banco Central han sido objeto de atención pública durante 1995, tanto por la discusión del proyecto de ley que rige la obligación subordinada como por la publicación del balance del año 1994 del Instituto Emisor, que registra importantes pérdidas contables. Cabe puntualizar, sin embargo, que el problema de las pérdidas del Banco Central no es un asunto

nuevo ni una materia que se esté agravando. Las pérdidas se arrastran desde la crisis financiera de comienzos de los años ochenta, y en los años noventa éstas son claramente inferiores a las de la década pasada.

Los resultados del Banco Central deben analizarse tanto en términos contables como de caja. El enfoque contable sirve para analizar los factores que inciden en la evolución del patrimonio, y en consecuencia, en eventuales repartos de excedentes o requerimientos de nuevos aportes de capital. El estudio de los resultados de caja permite identificar y evaluar las pérdidas y ganancias que tienen efectos directos sobre el gasto y los equilibrios macroeconómicos.

Los resultados contables representan, principalmente, la diferencia entre los intereses y reajustes reales de los activos y pasivos del Instituto Emisor, y, en la práctica, su medición se ve afectada por convenciones, regulaciones y carencias de información que impiden reconocer en forma oportuna todos los cambios de valor de los activos y pasivos. Por ello, la interpretación de las cifras contables no es clara desde el punto de vista económico. El resultado contable de un año en particular puede registrar pérdidas o ganancias de capital en forma extemporánea, así como también resultados por intereses que no se han hecho efectivos y que, posiblemente, nunca se harán. Sin embargo, la sistemática evaluación contable de activos y pasivos y el reconocimiento oportuno o tardío de sus verdaderos valores, confieren, a la larga, relevancia a las cifras contables.

El déficit de caja, en cambio, excluye las pérdidas o ganancias de capital que subyacen en los reajustes reales, así como los intereses cuyo devengo real es discutible. Se incluyen, entonces, los flujos de intereses efectivamente pagados y recibidos, o bien aquellos que se han capitalizado voluntariamente bajo condiciones de mercado normales, excluyendo, por tanto, los intereses capitalizados bajo condiciones especiales. Puesto de otro modo, el déficit de caja del Banco Central, también conocido como déficit cuasi fiscal, es una primera aproximación al efecto que tienen las operaciones del Instituto Emisor sobre la capacidad de gasto del resto de los agentes económicos, y es especialmente apropiado para el análisis económico coyuntural.

### Las pérdidas de caja

El Banco Central ha enfrentado pérdidas de caja desde la crisis financiera de los años ochenta. Entre 1985 y 1989 éstas fueron muy significativas, estimándose que llegaron a representar 6% del PIB en promedio anual.

En los últimos cinco años, las pérdidas de caja han promediado sobre US \$ 500 millones anuales, estabilizándose en torno a 1% del PIB. La mayor parte de ellas se origina en la primera mitad de los años ochenta y se relaciona directamente con los programas de rescate de bancos y deudores de la banca, que enfrentaron serios problemas de solvencia y de pagos, respectivamente, en ese entonces. A estas operaciones se deben no sólo las

pérdidas de los años ochenta, sino también parte de las de los años noventa, porque la actual estructura del balance es, en buena medida, una herencia de la década anterior.

La deuda subordinada, uno de los mecanismos de asistencia financiera otorgada a los bancos afectados por la crisis, ha tenido un rendimiento de caja claramente insuficiente para cubrir el costo de su financiamiento. La normativa existente limitaba los retornos efectivos de este activo a porcentajes de los excedentes de cada banco comercial con este tipo de obligación, los que resultaron insuficientes para cubrir el costo de fondos del Banco Central.

Los pagarés fiscales, que fueron otorgados al Banco Central para compensar las pérdidas incurridas con los programas de asistencia a bancos y deudores, también originan pérdidas de caja. El pago anual mínimo de intereses alcanza sólo a 2% del saldo, y las amortizaciones recién comienzan el año en curso. Este pago de intereses es también insuficiente para cubrir el correspondiente costo de fondos.

También son fuente de pérdidas de caja los activos externos netos, que muestran un crecimiento apreciable en los últimos años, y que el Banco Central ha adquirido con el fin de limitar la apreciación real del peso y evitar una aceleración desmedida en el crecimiento del gasto interno. El rendimiento de estos activos se relaciona con las tasas de interés internacionales, las cuales, en general, son inferiores a las tasas de interés domésticas y al costo de fondos del Banco Central. Cabe señalar que el manejo de las tasas de interés internas, en forma independiente a las externas, que es necesario para frenar posibles rebrotes inflacionarios sin recurrir a una apreciación excesiva del peso, sólo puede realizarse al costo de generar este tipo de pérdidas al Banco Central. El encaje al endeudamiento externo es el complemento inevitable que evita un crecimiento descontrolado de las mismas.

Es importante reconocer que las pérdidas de caja podrían, potencialmente, comprometer la estabilidad macroeconómica. Si las pérdidas de caja del Banco Central crecieran exageradamente, el Instituto Emisor se vería obligado a incrementar su deuda en forma creciente, obligando a pagar tasas de interés cada vez mayores por ella, aumentando así las pérdidas, lo que a su vez demandaría endeudamiento adicional. Esta espiral de mayores intereses y mayor deuda se aceleraría conforme el nivel de deuda aumenta, y podría conducir, en el extremo, al financiamiento monetario de las pérdidas, con el consiguiente descontrol sobre el proceso inflacionario.

Con el déficit de caja del Banco Central en torno al 1% del PIB y en las condiciones económicas de los últimos años, el riesgo de acercarse a una situación como la descrita es muy bajo. El nivel de la deuda interna se encuentra estabilizado en torno a 30% del PIB y su costo tiende a disminuir gradualmente, según lo muestran indicadores como la tasa de interés de los PRBC a 90 días, de los PRC a 10 años y también del costo ponderado

de la deuda interna. Mientras la deuda interna se expanda a una tasa menor que la del producto potencial y la economía continúe creciendo en forma estable y sostenida, el manejo de la deuda no ocasionará problemas macroeconómicos.

Cabe destacar, sin embargo, que la mantención de niveles de deuda interna estables y reducidos ha sido posible en virtud de la generación de superávit en el sector público, práctica que se ha mantenido ininterrumpida desde fines de los años ochenta. Dichos superávit han permitido el rescate permanente de deuda pública, interna y externa, contribuyendo decisivamente a crear el espacio para la colocación no inflacionaria de títulos de deuda por parte del Banco Central. De lo anterior se desprenden dos reflexiones. La primera es la necesidad de continuar generando superávit fiscales para el buen manejo monetario. Es común que se identifiquen los superávit fiscales con holguras potencialmente gastables en nuevas contingencias; tal razonamiento es erróneo. En términos macroeconómicos, deben consolidarse los resultados del Gobierno y del Banco Central para apreciar adecuadamente la situación; es decir, las pérdidas del Banco Central no generan problemas macroeconómicos sólo si van acompañadas de un superávit fiscal equivalente. En segundo lugar, una perspectiva de mediano plazo haría aconsejable reflexionar sobre la conveniencia de un traspaso de recursos fiscales al Banco Central, o de una readecuación del balance de este último. Desde un punto de vista macroeconómico, un traspaso de fondos al Banco Central es un movimiento meramente contable, que no significa nuevo gasto público; mientras que desde un punto de vista institucional, fortalecería la política monetaria y cambiaría al otorgar mayor independencia a la política monetaria del Banco Central respecto de los resultados fiscales coyunturales.

### Las pérdidas contables

Las pérdidas contables se obtienen de los intereses devengados y de los reajustes reales netos que se reconocen para los activos y pasivos del Banco. Los reajustes reales representan el cambio del valor real del activo o pasivo, el que depende de los cambios de valor de su moneda de denominación respecto del valor de la UF y de otros cambios de valor (castigos, ajustes de valor por cambios en las tasas de interés de mercado, entre otros). En términos acumulados, durante los años noventa se han registrado significativas pérdidas contables, si bien de magnitudes muy inferiores a las de los años ochenta. Cabe destacar que los resultados contables de la década de los ochenta no reflejan adecuadamente las pérdidas del período, al contabilizarse como parte del ingreso ¿y, por lo tanto, impactando directamente al resultado¿ los aportes de capital realizados por el Fisco.

Las pérdidas de los últimos años se concentran en 1994, cuando los activos generaron retornos totales negativos por US\$ 988 millones y los pasivos significaron un costo de US\$ 463 millones. La contribución a las ganancias de

los activos denominados en moneda extranjera ¿los activos externos netos y el crédito al sector público¿ fue negativa, debido a la disminución del valor real del dólar acuerdo de noviembre pasado. Dado que una parte sustancial de los pasivos, fundamentalmente los pagarés, están denominados en UF, el costo de éstos no se vio favorecido por la revaluación. De esta manera, la pérdida por reajustes reales alcanzó a US\$ 1.256 millones, mientras que el resultado neto de intereses significó una pérdida de US\$ 196 millones.

Cabe hacer notar que una parte de las pérdidas contables por reajuste real tiene como contraparte una ganancia, igualmente contable, para el Fisco, que ve disminuir el valor real de su deuda en dólares con el Banco Central. En comparación con la década pasada, en que las pérdidas contables fueron mucho más significativas y no se compensaron con ganancias fiscales, el impacto económico de los actuales resultados del Banco es bastante más limitado.

La concentración de pérdidas contables en 1994 que resulta del ajuste del tipo de cambio acuerdo de noviembre pasado, significó reconocer contablemente, y de una sola voz, el impacto que sobre el patrimonio del Banco Central había venido ejerciendo la revaluación del peso de los últimos cuatro años.

La decisión de validar a través del cambio en el valor del dólar acuerdo la apreciación gradual del peso de los últimos años se sustentó en la mejora estructural que evidenciaron las cuentas externas de Chile. Cabe destacar que el mayor nivel relativo de las tasas de interés domésticas respecto de las de los países industriales no ha sido la causa principal de la apreciación de nuestra moneda. Ella refleja un proceso equilibrador, en el sentido, como lo prueban los resultados, de ser en primer lugar, consecuencia del éxito exportador y de la creciente confianza de los inversionistas extranjeros de mediano y largo plazo en Chile, y, en segundo lugar, compatible con un déficit moderado de la cuenta corriente de la balanza de pagos.

Aunque las pérdidas contables no reflejan fielmente lo ocurrido en cada período, son indicativas y explicativas de elementos que, eventualmente, podrían restar solvencia al Banco Central y que, en consecuencia, afectarían su capacidad para administrar su deuda y ejecutar su política monetaria y cambiaria. Es necesario señalar, sin embargo, que la percepción que el mercado tiene sobre la solvencia del Banco Central no se basa solamente en la información que proporciona el balance contable. Consideraciones relacionadas con la estabilidad del sistema financiero, el balance fiscal y las perspectivas de crecimiento de la economía, suelen jugar un rol tanto o más importante que las cifras contables. Esto explica, por ejemplo, por qué en la actualidad, con un patrimonio contable muy disminuido, el Banco Central puede administrar su deuda con mayor facilidad que en 1983. Con todo, debe señalarse que un mayor respaldo de capital contable sería una señal positiva para el mercado y permitiría al Banco Central afrontar eventuales situaciones difíciles con mayor eficacia.



### III.3 El programa monetario y el balance del Banco Central

El programa monetario consigna los flujos de fondos asociados a las diferentes operaciones del Banco Central. Así, el rescate o servicio de pasivos, el otorgamiento de créditos y la adquisición de activos se registran como flujos expansivos. Análogamente, la emisión de títulos de deuda, la recuperación de créditos y la venta de activos se anotan como flujos contractivos. La suma total de las operaciones así evaluadas se refleja en las variaciones de la emisión.

La elaboración del programa monetario considera las proyecciones macroeconómicas y de balanza de pagos, la estimación de la demanda de agregados monetarios vinculados a la emisión y también el conjunto de compromisos financieros y de recuperaciones de créditos del Banco Central susceptibles de conocerse en forma anticipada. El modo en que se ha venido ejecutando la política monetaria en los últimos años requiere determinar por residuo la expansión o contracción programada neta vía endeudamiento interno, rubro que incluye las operaciones a través de las cuales el Banco Central aplica su política monetaria (pagarés, operaciones repos y cuenta de depósito de liquidez)

La ausencia de metas monetarias cuantitativas hace del programa monetario y su seguimiento un instrumento que se usa más bien para evaluar tendencias y apoyar el diseño de políticas, que para controlar el cumplimiento de metas y definir acciones específicas. En ese contexto, se usa para elaborar proyecciones del balance y de los resultados contables. Para ello es necesario agrupar las operaciones de flujos de fondos del programa monetario en las mismas categorías en que se desee proyectar y analizar el balance.

Además de los flujos de fondos, debe estimarse el devengo de intereses y reajustes reales, para lo cual se consideran supuestos de tasas de interés internas y externas y la meta de inflación fijada para el año. Cada categoría del balance se proyecta sumando al saldo inicial los flujos de fondos y los intereses y reajustes reales correspondientes. Todas las cantidades se expresan en moneda de igual valor.

A pesar de su relevancia en la determinación del resultado contable proyectado, el tipo de cambio y las tasas de interés domésticas utilizadas en la proyección del balance constituyen sólo valores referenciales, y no implican metas de la programación monetaria. El supuesto de inflación, en cambio, es indicativo de los objetivos perseguidos al respecto, y se ha programado en torno a 6,5%.

Las operaciones proyectadas y programadas para 1996 con los distintos activos son expansivas por un total equivalente a US\$ 1.198 millones, en moneda de diciembre de 1994. Por otra parte, y de acuerdo con la proyección de demanda de agregados monetarios, se estima un requerimiento de expansión monetaria por el equivalente a US\$ 305 millones.

De ello se infiere que el Banco Central deberá contraer el equivalente a US\$ 894 millones mediante operaciones con pagarés durante el próximo año, cifra que superaría en algo más de US\$ 1.000 millones lo programado para 1995. En este resultado influye la menor acumulación relativa de activos externos, lo cual no logra ser compensado con la absorción de fondos más moderada que se contempla en las operaciones con el sector público.

El balance para 1996, proyectado en base a los flujos de fondos más los intereses y reajustes reales, muestra una declinación del patrimonio contable. Hacia fines del próximo año, en moneda de diciembre de 1994, el saldo de capital y reservas alcanzaría a US\$ 133 millones. Este saldo resulta del estimado para fines de este año, ascendente a US\$ 366 millones, menos las pérdidas por US\$ 135 millones y US\$ 97 millones correspondientes a intereses y reajustes reales, respectivamente, proyectados para 1996. Por otro lado, la colocación de pagarés, estimada en US\$ 894 millones, se traduciría en un crecimiento de 11,5% de su saldo real, superior al crecimiento del PIB que se estima para 1996. Considerando el crecimiento proyectado de la economía, la relación de pagarés del Banco Central sobre el PIB subiría a 32%. Estos resultados están fuertemente condicionados por el volumen de fondos que la Tesorería deposita en el Banco Central. Para efectos de la proyección de 1996, no se contemplan flujos extraordinarios por este concepto como los observados en 1995.

Aunque la negativa evolución patrimonial no aparece en la actualidad como un impedimento para que el Banco Central desarrolle sus políticas de reducción de la inflación, se vislumbra la conveniencia de un cambio que mejore esta situación, en especial, si se tienen en cuenta los eventuales efectos negativos que pudiesen tener sobre el patrimonio contable las nuevas disposiciones legales relacionadas con la deuda subordinada. Esta mejora podría obtenerse, aunque sólo parcialmente, en una redefinición de las condiciones a que están afectos los activos y pasivos que el Banco Central mantiene con el Fisco. Dado el flujo de recursos financieros que el Fisco ha venido canalizando al Banco Central, los cuales han sido importantes y han ayudado eficazmente al logro de los objetivos de estabilización, este arreglo debería propender, más que a incrementar estos flujos, a dar una mayor garantía de que este comportamiento persistirá en el tiempo.

He dicho.

El señor VALDÉS (Presidente).¿ Muchas gracias, señor Presidente.

Hay cinco señores Senadores inscritos para exponer sus observaciones en lo que resta de esta sesión, que tiene como hora de término las 14. Ellos deberían usar de la palabra en este tiempo, o, como alternativa, podríamos suspender la sesión en este momento y continuarla a las 15.

El señor LAVANDERO.¿ Señor Presidente, esa proposición tiene el inconveniente de que a las 15:30 deberá constituirse la Comisión Especial

Mixta de Presupuestos, y ésta es la última fecha en que reglamentariamente puede hacerlo, antes del 18 de Septiembre.

El señor LARRAÍN. ¿ ¿Por qué no prorrogamos la hora hasta las 14:30, señor Presidente?

El señor VALDÉS (Presidente) . ¿ De todas maneras no alcanzaríamos, señor Senador, y además nos confundiríamos. Tenemos que almorzar y luego continuar a las 15. Prefiero las cosas más ordenadas. Propongo seguir ahora hasta las 14 y luego continuar a las 15.

Ofrezco la palabra.

Tiene la palabra el Honorable señor Larraín.

El señor LARRAÍN. ¿ Señor Presidente, la verdad es que no hemos tenido todo el tiempo que uno quisiera para analizar los antecedentes que hoy hemos escuchado y que nos llegaron en la tarde de ayer a través de un documento escrito.

Sin embargo, voy a formular algunas inquietudes y comentarios relacionados con planteamientos que he realizado en ocasiones anteriores sobre esta misma materia.

Quiero empezar por decir que en diciembre de 1994 y luego en julio de este año envié, a través de la Presidencia del Senado, oficios al titular del Banco Central con el objeto de aclarar ciertas inquietudes que surgían, precisamente, a propósito del conocimiento de los estados de situación que mensualmente publica el Instituto Emisor en el Diario Oficial.

Lamentablemente, no hemos recibido respuesta a tales inquietudes en el Senado, a pesar de haber sido reiteradas y de la solicitud personal que en una oportunidad hice al propio Presidente del Banco Central. Quiero mencionarlo, porque me parece que no es posible restringir la información que el Instituto Emisor entrega al Senado a esta sola sesión. Creemos que la dignidad y el respeto que nos debemos amerita y justifica un intercambio de información más completo. Lamento que inquietudes serias y hechas con el interés de avanzar en la situación económica del Banco Central y del país no hayan merecido respuesta de la autoridad del Instituto Emisor. Y si bien es cierto que hoy algunos temas han sido tocados, en verdad lo señalado no permite responder enteramente nuestras inquietudes.

Hecha esta aclaración, quiero decir que, para mí, ellas aún siguen vigentes y voy a volver a formularlas.

La primera está vinculada con el último tema que abordó en su exposición el Presidente del Banco Central, relativo al problema del patrimonio del mismo y su circulación con la política monetaria.

Por efecto de las devaluaciones, el Banco Central, virtualmente, se ha quedado sin patrimonio, a juzgar por los datos que se nos han entregado.

Los antecedentes que hoy conocemos permiten ratificar esta inquietud. Si uno observa los gráficos que se acompañan a la cuenta ¿fundamentalmente el cuadro 5, contenido en la página 69¿, advierte que el capital y reservas que el Banco tenía en 1989 alcanzaban a 2.205 millones de dólares. Hoy, se nos dice que para 1995 ese capital se verá reducido a 366 millones de dólares, y que para 1996 se prevé que volverá a reducirse a 133 millones de dólares. Vale decir, aquí se aprecia una tendencia clara y gravemente negativa. Desde 1990, la gestión de la autoridad del Instituto Emisor ha disminuido el patrimonio del Banco a alrededor del 6 por ciento del que tenía inicialmente. Esto, desde luego, se ha precipitado desde 1994 en adelante.

Estas pérdidas, en verdad, resultan francamente millonarias. Los antecedentes entregados hablan de una pérdida de 1.452 millones de dólares sólo para 1994, lo que viene a ser, si no me equivoco, algo así como 600 mil millones de pesos, es decir, unos 7 u 8 CODELCOS dependiendo de la cifra a que se tasan dichas pérdidas.

En el oficio que solicité despachar al Presidente del Senado en 1994, señalé que la relación deuda-patrimonio era de 38,8 a 1, lo que significa que la deuda del Banco en ese momento era 38,8 veces superior a su patrimonio. Sin conocer la relación actual, todo indica que la situación continúa en la misma posición.

La pregunta es, entonces, cómo se afecta la solvencia del Banco Central con estos antecedentes. Hay, efectivamente, en los planteamientos que hemos escuchado en esta oportunidad, un reconocimiento. Nos dice el Presidente de la institución que las pérdidas de caja podrían, potencialmente, comprometer la estabilidad macroeconómica. En distintos momentos de su intervención hay inquietudes. Pero sigue pendiente todavía una pregunta, que no es, como se mencionaba por ahí, un problema de imagen ¿que, ciertamente, podría mejorar si esto no existiera¿, sino que apunta a si efectivamente el Banco Central, con esta situación y su proyección futura, podrá seguir cumpliendo sus funciones en forma autónoma, si efectivamente podrá administrar su deuda, y si logrará realmente continuar con el manejo de la política monetaria y cambiaria.

Ésas son las inquietudes que deja esta situación que, por cierto, no son menores.

Una segunda inquietud se refiere a la preocupación y al celo que el Banco Central demuestra para recuperar el patrimonio que se le adeuda. Por ejemplo, en otras oportunidades se ha hecho en el Senado y en el Congreso un planteamiento muy claro respecto de la deuda subordinada que diversos bancos mantienen con el Instituto Emisor, reflejando allí un esfuerzo por asegurar que éste recupere o evite las pérdidas que se le pudieran haber ocasionado en un momento determinado, en un período específico, como aparentemente habría ocurrido en 1994. Ello, no obstante que las deudas de los bancos se expresan en tasas de 5 por ciento y en unidades de fomento.

Uno se pregunta, entonces, si el Banco Central ha tenido igual celo y preocupación con otras deudas de las que es acreedor, como, por ejemplo, con la que el Fisco mantiene con dicha institución. En efecto, el primero debe a la segunda cifras nada despreciables, que se expresan, sin embargo, en tasas muy inferiores a las establecidas para la deuda subordinada de los bancos. Hay tasas de UF más 1 por ciento, otras que simplemente se reajustan anualmente por el IPC ¿o en UF, si se quiere decir de otra manera¿, y algunas que están en dólares (la tasa LIBOR más el 0,5 por ciento, con un tope del 2 por ciento), todo lo cual hace pensar que allí no se ha hecho, aparentemente, el mismo análisis, ni se ha demostrado el mismo celo para recuperar el estado patrimonial del Banco.

Un tercer tema, que no está contemplado en los antecedentes, es el relativo a la vinculación y la importancia de la política cambiaria en relación con el fenómeno de la inserción de Chile en el intercambio comercial internacional, especialmente referido a los acuerdos de libre comercio. Estoy pensando, ciertamente, en el NAFTA y el MERCOSUR, convenios o tratados a los cuales nuestro país podría acceder próximamente.

La pregunta es: ¿podría razonablemente el país ingresar a dichos acuerdos a tratados, con un peso que, de acuerdo a la política cambiaria seguida en el último tiempo, se aprecia día a día, lo cual significa atraer la importación de bienes antes que estimular la producción y exportación de nuestros productos nacionales?

Las consecuencias de la política cambiaria ya se han apreciado en diversos sectores productivos, como es el caso de la agricultura y de algunos sectores industriales.

Entonces, uno se pregunta nuevamente: ¿se prevén las consecuencias para la evolución económica del país si esta política cambiara ¿aparte de bajar la inflación¿ en aspectos como el desarrollo industrial o el incremento del empleo?

Pienso que el tipo de cambio real es un elemento necesario para entrar en este proceso. Pero las medidas adoptadas, que en definitiva debilitan el dólar y fortalecen el peso, tienen como consecuencia un eventual abandono de la estrategia exportadora, elemento que ha dinamizado el desenvolvimiento económico del país en los últimos 15 a 20 años.

Finalmente, deseo plantear una inquietud de carácter más técnico. Los estados de situación del Banco Central incluyen cuentas del activo, cuyo detalle no se tiene ni se conoce enteramente, debido a la forma como se expresa. Entre ellos, se encuentra la denominada "Otras Cuentas del Activo y Saldo Deudores", dentro de la cual se incluye la cuenta "Otros valores" y la "Cuenta de gastos".

En el balance de mayo recién pasado, para citar un caso ¿que corresponde a una de las inquietudes que planteé y respecto de la cual no he recibido respuesta¿, debo mencionar que la cuenta "Otros valores" representa el

92,3 por ciento del capital y reservas del Banco. En tanto que la "Cuenta de gastos" corresponde a 2,28 veces dicho capital y reservas. En realidad, todavía no conocemos la aclaración de lo que ella significa. Por eso, hoy insisto en preguntar ¿a qué otros valores se refiere dicho estado de situación? ¿Cómo pudo haberse logrado activar 2,28 veces el capital y reservas del Banco Central en una cuenta de gastos?

Creo que el país debe conocer estas inquietudes. Cuando contamos con la presencia del Presidente y de los miembros del Consejo del Banco Central, creo que es la oportunidad propicia para analizar no sólo estos aspectos, sino también todas las inquietudes que en cierto modo están implícitas dentro de este planteamiento.

Gracias, señor Presidente.

El señor VALDES (Presidente) .¿ No sé si el señor Presidente del Banco Central quiere dar respuesta de inmediato, o bien recoger todas las observaciones que se formulen y contestarlas juntas, lo que al pa-recer sería mejor.

En toda caso, creo que el Senador señor Larraín ha fijado el tiempo máximo para efectuar cada intervención, ya que ha ocupado 10 minutos. Me parece que es un tiempo razonable para hacer consultas.

Tiene la palabra el Honorable señor Andrés Zaldívar.

El señor ZALDIVAR (don Andrés).¿ Señor Presidente, en primer lugar, quiero llamar la atención del Senado frente a la exposición que ha efectuado el Presidente del Banco Central.

A pesar de las críticas que se puedan realizar, creo que si el país está en tan buenas condiciones, como lo califican tanto los organismos internos que regulan y controlan el proceso económico, como los organismos internacionales, lo lógico es que sigamos por el mismo camino, porque pr esa vía Chile crece y gana en estabilidad económica.

Frente a otros países ¿conio lo hemos visto en el presente año¿ que han sufrido crisis o que enfrentan cierta inestabilidad económica, Chile, por el contrario, es señalado en todas partes como una nación que va consolidando su posición y mejorando sus calificaciones, tanto en el manejo de su macroeconomía, como en las cuentas de cada uno de los rubros que componen la microeconomía.

Chile ha bajado su inflación a más de la mitad en los últimos cuatro años. Está cumpliendo una meta de menos 8 por ciento de inflación. Tiene un crecimiento del 7 por ciento. Las exportaciones han crecido en 12 por ciento. Existe un superávit comercial que puede llegar a dos mil millones de dólares este año. Las exportaciones en el primer semestre de 1995 subieron de 5 mil 373 millones de dólares a 8 mil millones de dólares, no sólo por el mayor valor de nuestros productos en el exterior, sino también por el incremento

del volumen físico de nuestras exportaciones. Tenemos un ingreso de capital por sobre los 800 millones de dólares. La Balanza de Pagos presenta un saldo favorable de 884 millones de dólares. Las remuneraciones han crecido en 5 por ciento en términos reales en lo que va corrido del año. El ahorro alcanza una tasa histórica de 27 por ciento. Y la inversión, también en una tasa histórica, se eleva por sobre el 24 por ciento.

Luego, si hacemos una proyección para 1996, podremos apreciar que el país sigue por una senda de estabilidad y de crecimiento sostenido. Se proyecta un 6,5 por ciento de inflación, un crecimiento del Producto de 6 por ciento, un aumento de las exportaciones de 10 por ciento, un superávit comercial de 900 millones de dólares y una Balanza de Pagos con 2 mil 500 millones de dólares.

Personalmente, creo que estas cifras debieran alegrarnos. Además, sabiendo cuál es la obligación primaria y fundamental del Banco Central, debiéramos felicitar al Consejo y a todos los ejecutivos del Instituto Emisor por el manejo que están haciendo de la política monetaria y del control de la inflación.

Quiero hacer una aclaración a la crítica formulada por el Honorable señor Larraín, respecto de la información del Banco Central. Puede ser que sus oficios a lo mejor no hayan sido respondidos. Pero no tengo constancia de ello. En todo caso, es una materia sobre la cual deberá responder el Presidente de esta entidad bancaria.

Sobre el particular, debo señalar que la Comisión de Hacienda del Senado, encargada de llevar las relaciones con el Banco Central, mensualmente se reúne con el Consejo en pleno del Instituto Emisor y analiza todas las cifras y la información, material que se encuentra disponible en la Comisión para todo el Senado

Además, mensual o bimensualmente llega una publicación de esta entidad bancaria, que también es para conocimiento de todos los Honorables colegas. Por lo tanto, contamos con un buen material que los Senadores interesados pueden revisar y, a través de la Comisión de Hacienda del Senado, requerir la información que estimen pertinente.

Respecto del tema de la situación patrimonial, es un hecho real que no sólo preocupa a la Comisión de Hacienda, sino también al Banco Central. Hemos visto la preocupación de dicha entidad bancaria sobre un asunto que debemos ver en su contexto. Y, como lo decía el Presidente del Banco, dicha institución debe cumplir determinadas funciones, aun a riesgo de pérdida, como lo hacen todos los Bancos Centrales del mundo.

La política antinflacionaria tiene un costo que debe ser pagado. Y el Banco Central lo hace sobre las intervenciones que le corresponden, produciéndose ¿como bien lo señalaba su Presidente en su exposición¿ pérdidas netas.

Pero si no actuara, estaría dejando de cumplir con el deber que le impone la Constitución y la ley, de controlar la inflación.

Respecto de la situación patrimonial del Instituto Emisor, también debo observar que aquí hay una contradicción en lo dicho por el Senador señor Larraín, porque por una parte reclama porque el peso se ha revaluado y el tipo de cambio se ha devaluado, específicamente con el dólar. Efectivamente, produce efectos negativos en algunos sectores, y es legítimo reconocerlo y reclamarlo. Pero, por otro lado, el Banco Central tiene la obligación de intervenir en el mercado cambiario a través de flotaciones sucias, que debe hacer para evitar que el dólar caiga más allá de lo que corresponde y lo que puede aceptarse en la economía en un momento determinado. Y ello tiene un costo, que aparece en el balance del Banco Central y en los saldos contables.

Además no podemos negar que el Instituto tiene un tema histórico que resolver, y que a su vez está vinculado con la deuda del Fisco, que es la crisis financiera de los años 80, que no debemos olvidar y que fluctuó en una suma cercana a los 4 mil 500 millones de dólares. Y ella está penando y pesando.

Entonces, cuando se dice aquí que el Banco Central se preocupa mucho por el sector bancario, al cual auxilió y sacó de la crisis y de la quiebra, porque tiene una deuda en UF más un 5 por ciento. Pero no se dice que dicha entidad bancaria, para poder sostener esa deuda que aparece en su balance contable en términos negativos, debe recurrir al mercado a captar recursos a seis por ciento, en unidades de fomento, en beneficio de los bancos que hubo que auxiliar. Y ello provoca una pérdida que bordea los 80 ó 90 millones de dólares al año.

No se dice tampoco que la deuda pública registrada en el balance del Banco Central se debe en parte importante a los cuatro mil quinientos millones de dólares que el Instituto Emisor tuvo que proporcionar, por exigencias del Fisco, para auxiliar a la banca. Efectivamente, en ese tiempo se fijó la deuda fiscal con el Banco Central en unidades de fomento más un dos por ciento. Habría sido tal vez más lógico en ese entonces haber fijado la deuda en unidades de fomento, más un porcentaje mayor, lo que, desde un punto de vista contable, tiene importancia, pero que, económicamente, es una cifra contable sin mayor trascendencia.

Sin duda, la pérdida patrimonial del Banco Central es algo que debe preocuparnos, no en el sentido de que éste pueda dejar de cumplir sus funciones, como muy bien lo señaló su Presidente, sino en cuanto a que se trata de una entidad que debe estar capitalizada, y hay que buscar una fórmula para evitar que la situación se siga prolongando, sobre todo en los términos de la aceleración que se produjo en 1994.

Pero lo que sí reviste importancia ¿y se refirió a ello el representante del Instituto Emisor? es que los déficit de caja, sobre todo los déficit contables, no deben considerarse en forma aislada del Banco Central, sino que dentro



de la economía global. Debemos tomar nota, asimismo, de la necesidad de que en la economía, para evitar efectos perversos, se produzcan excedentes en la política fiscal. Y el Fisco, en los últimos años, ha estado produciendo excedentes suficientes precisamente para calzar en la economía el déficit que arroja el Banco Central.

Cabe recordar que muchas veces hemos escuchado discursos en los que algunos señores Senadores preguntan por qué, si el Fisco dispone de excedentes, no los gastamos. Se afirma que podemos dar más reajustes y aumentar el gasto. Pero eso no puede ser, por las razones que dio en su cuenta el Presidente del Banco Central, quien, más de una vez, a lo largo de su exposición, insistió en que el déficit y la pérdida patrimonial de ese organismo no tendrán tanta importancia en la medida en que existan excedentes fiscales que permitan hacer la compensación en la economía global.

Y desde esa perspectiva, .siendo aquélla una cuenta muy completa, un llamado de atención que nos hace el Banco Central, que debemos visualizar con el propio Gobierno, creo que debemos estudiar cómo, desde el punto de vista contable, podemos solucionar esa situación patrimonial, a la que no debemos atribuir características casi de escándalo, como tampoco pretender que la gestión de estos cuatro o cinco años ha llevado prácticamente a la quiebra al Instituto Emisor. No es así. Las cifras y la cuenta del Presidente del Banco Central demuestran todo lo contrario.

He dicho.

El señor VALDÉS (Presidente) .¿ Se suspende la sesión.

¿Se suspendió a las 14:4.

¿Se reanudó a las 15:16.

El Señor VALDÉS (Presidente) .¿ Continúa la sesión.

Tiene la palabra el Senador Señor Urenda.

El señor URENDA.¿ Señor Presidente, Honorables colegas, en primer lugar, quiero señalar que la visita anual del Presidente del Banco Central y sus Consejeros es siempre reconfortante, por cuanto apreciamos que, de acuerdo a los propósitos del legislador y del constituyente, tenemos un Banco Central razonablemente independiente y que se maneja con eficiencia.

El informe que ahora nos entregan se enmarca en las líneas que el Instituto Emisor ha seguido en años anteriores, y en esta oportunidad, nos ofrece cifras que resultan halagadoras. Hay que considerar que en este caso especial y, en esta ocasión, el informe se ha detenido en analizar un tema que no se había tratado anteriormente, que específicamente se refiere a un problema relativamente conflictivo del patrimonio de la Institución y la política monetaria.

Antes de referirme concretamente a ello, y volviendo a las cifras de orden general, indudablemente que ellas son muy satisfactorias para el país, pero tal como señala el señor Presidente del Instituto Emisor, hay que ser prudentes, porque ellas se dan en un contexto internacional especialmente favorable, ya que el precio de nuestras exportaciones está ¿quizás¿, en término medio, en los más altos niveles históricos y también, frente a la crisis mexicana, denominada "tequilazo", se han podido apreciar las ventajas que para nuestro país tiene el disponer de un ahorro interno muy importante. De este modo se aprecia lo que ha significado el sistema previsional chileno, que internacionalmente ha sido considerado como uno de los factores que ha permitido la estabilidad de la cual el país ha podido seguir gozando, no obstante las turbulencias externas.

Indudablemente, la cuestión más interesante a tratar es la señalada en el capítulo III, sobre el Patrimonio del Banco Central.

A este respecto, ampliando lo expresado por el Senador señor Larraín, quiero señalar que, evidentemente, las cifras que se conocen del Banco Central, las que pueden extraerse de sus memorias más que de la información que aquí se recibe, indican que tal vez se ha puesto un acento desproporcionadamente alto en lo que se refiere a la deuda subordinada y, de alguna manera, en el pasado. En este caso, ya se hace el planteamiento en forma más clara respecto de lo que corresponde a las obligaciones que el Fisco tiene con el Instituto Emisor y a las pérdidas que éste debe soportar para cumplir con su tarea de velar por la estabilidad de la moneda y el normal funcionamiento de los pagos internos y externos.

En cuanto a lo primero, el Honorable señor Larraín señaló que mientras la deuda subordinada implica intereses de 5 por ciento y está en UF, los tres grandes tipos de obligaciones del Banco Central están prácticamente a interés cero, salvo aquella, expresada en dólar, cuyo interés se ha visto compensado por la pérdida del valor de éste frente a nuestra moneda. Pero, tal vez, no explicó que estas obligaciones del Fisco para con el Instituto Emisor son prácticamente el doble de las que tienen los bancos. En consecuencia, su incidencia en los resultados del Banco es muy elevada.

A su vez, no está de más hacer presente, frente a lo que se ha manifestado en cuanto a que se hizo un regalo a los bancos ¿en verdad, fue uno de los medios que se emplearon en Chile para salvar a los depositantes y a los deudores¿, que esta obligación al 5 por ciento implica un interés menor al de otra enorme obligación que tiene el Fisco ¿y que aquí no se menciona¿ con todos los pensionados. De manera que el bono de reconocimiento que preocupa a 2 y medio millones de chilenos gana intereses a razón de 4 por ciento. Es decir, si consideramos que 5 por ciento de interés en UF es un regalo, por otra parte, tendríamos que señalar que el Fisco mantiene una deuda con todos los futuros pensionados de Chile, porque las obligaciones del bono de reconocimiento sólo devengan 4 por ciento de interés.

La verdadera preocupación que surge deriva de lo expresado en este mismo informe, en cuanto a que en la práctica tenemos que medir como una sola cosa los resultados del Banco Central y los del Fisco. Y como consecuencia de ello, este último necesariamente debe tener un superávit que no debe gastarse, a fin de que, de alguna manera, pueda desenvolverse el Banco Central.

Si bien es cierto que en la práctica puede suceder eso, no resulta conveniente este grado de relación para la transparencia del sistema y para la independencia que debe tener el Instituto Emisor frente al Gobierno. Porque deberíamos concluir que si no hubiera superávit fiscal, el Banco Central no podría seguir desempeñando sus tareas, debido a que la relación es de tal naturaleza ¿según aquí mismo se señala¿, que resulta imprescindible que estos excedentes fiscales queden desocupados para que, de alguna manera, el Banco Central pueda colocar sus papeles y seguir desempeñando la función que le corresponde.

Por consiguiente, deseo consultar al Presidente del Banco Central qué está haciendo el Consejo frente a esta situación.

Me parece que lo señalado no puede aceptarse, porque el hecho de que el Banco Central se quede sin capital atenta ¿como digo¿ en contra, no sólo de la transparencia, sino también de las tareas futuras del Instituto Emisor. El capital que hoy posee es reducidísimo y corresponde, prácticamente, al 10 por ciento del que tuvo hace algunos años, y, por esa razón, ante cualquier contingencia se podría ver impedido de desempeñar sus tareas.

Por lo tanto, me habría agradado que el mismo empeño utilizado en mejorar la condición del Banco Central frente a la deuda subordinada, que es un problema importante, pero menor, se empleara en regularizar esta situación con el Fisco. Porque ya no se trata de 4 mil 500 millones de dólares, sino de 9 mil millones de dólares y la tasa no es en unidades de fomento más 5, sino en unidades de fomento más 1, ó 0, o LIBOR más medio punto, pero expresada en dólares. Y, con una divisa que se devalúa, prácticamente es cero.

Considero necesario adoptar medidas que pongan término a tal situación. No voy a referirme a ella ahora, pues, lamentablemente, no hay tiempo ¿esta información del Banco Central la hemos recibido recién¿ para pedir mayores antecedentes acerca de la estimación de pérdidas anteriores del Instituto Emisor, equivalentes a un promedio anual de 6% del producto. Sin embargo, las cifras proporcionadas indican que, incluido 1989, prácticamente no se registró pérdida alguna.

Lo concreto es que, cualquiera que haya sido lo ocurrido en el pasado, ello origina un deber de todos ¿por mi parte, le estoy preguntando al Banco Central qué se está haciendo sobre el particular¿, esto es, una obligación tanto del Parlamento, indirectamente, en cuanto a representar esos aspectos, como del Gobierno, específicamente, para regularizar una situación que resulta inadecuada.

El país necesita seguir teniendo un Instituto Emisor eficientemente manejado, pero independiente y dotado de recursos y medios para desenvolverse. Porque bien puede ocurrir, en un momento determinado, que no exista la debida sintonía entre el Gobierno y la entidad emisora, mas el país no debe verse abocado a una catástrofe por esta circunstancia.

Por otro lado, comprendo que esto es aún más importante frente a la tarea del Banco Central de intervenir los mercados para, de alguna manera, evitar una sobrevaluación del peso, o una devaluación de monedas extranjeras, por los efectos que ello tendría en nuestro comercio exterior.

Y todo conduce a lo mismo: a la absoluta necesidad de que la Institución tenga mayor independencia real, de que no dependa de los mayores o menores superávits del Fisco, y a que cuanto éste le debe se exprese con claridad en los resultados, capital e ingresos.

Tal como señalé, debemos preocuparnos de que eso se cumpla, porque hemos logrado, con esfuerzo y mucho sacrificio, que Chile tenga un importante nivel de crecimiento; pero no podemos descuidarnos a este respecto ni dormirnos en los laureles.

No insistiré en algunas peticiones que formulé el año anterior, porque, en el fondo, comprendo que la tarea del Banco es una y específica, y no puede asumir, como tal, las responsabilidades del Ejecutivo frente a planteamientos atinentes a cómo estimular el ahorro interno, la forma de agilizar los mercados y hacer al país más eficiente. Lo digo como una manera de dejar constancia, en las pocas oportunidades en que realizamos este tipo de debates, de la conveniencia de los aspectos que señalé, que dicen relación al país en su conjunto y no a cuestiones meramente contingentes.

Chile necesita modernizarse, pero ser eficiente en todos los ámbitos, para lo cual sus instituciones deben funcionar bien. Y todos debemos coadyuvar a que así ocurra.

En todo caso, debo felicitar al Consejo del Banco Central por la forma como desarrolla su labor. Solo deseo remarcar que, conforme a mi criterio, en los aspectos que he señalado debe haber una política más decidida y acentuada, para que, de una vez por todas, evitemos que se produzcan estas cifras, que realmente nos asustan, y que pueden conducir a resultados que hagan ineficiente una institución tan necesaria para el desarrollo de la economía, entidad que hasta ahora ha sido bien manejada.

He dicho.

El señor VALDES (Presidente) .¿ Está inscrito a continuación el Honorable señor Errázuriz, quien no se encuentra en la Sala.

Entonces, tiene la palabra el Senador señor Ominami.

El señor OMINAMI.¿ Señor Presidente, deseo felicitar al Presidente del Banco Central, al igual que a los otros miembros del Consejo, por la

exposición que hoy día se ha hecho. Creo que es una muy buena presentación. Tuve ocasión de leerla después de la cuenta que se dio en el día de ayer, y considero que es un buen reflejo de la solidez de nuestra economía.

Me parece importante que el Senado se detenga un minuto a considerar que el hecho de que Chile haya crecido nuevamente a 7%, con una inflación en torno de 8%, no es un resultado trivial. Francamente, son muy pocos los países en el mundo que pueden exhibir cifras de ese tipo. Por de pronto, ningún otro puede hacerlo en América Latina.

Hace poco más de un año, el señor Ministro de Hacienda intervino para fijar ciertas metas de incremento del producto. Lo cierto es que, dados estos niveles de crecimiento y lo que se anticipa para 1996, en que nuevamente creceremos en torno de 6%, ¡la meta de un ingreso per cápita de 4 mil 700 dólares se alcanzará mucho antes de lo previsto. Considero que ésa es una estupenda noticia.

Respecto de estos resultados, echo de menos cierto reconocimiento del Senado en su conjunto, como también una reflexión crítica acerca de lo que se decía no hace mucho.

Recuerdo los debates que se planteaban en relación con la "mediocridad" en que había caído la economía nacional y el "inmovilismo", afirmándose que prácticamente todos los demás países latinoamericanos nos estaban sobrepasando; que estábamos perdiendo velocidad y nos estábamos quedando atrás.

Miremos hoy las cifras: ¿qué otro país latinoamericano puede mostrar resultados tales como un crecimiento de 7% y una inflación en torno de 8%, para este año, y proyectar para 1996 un crecimiento de 6%, con una nueva baja de la inflación? Francamente, ninguno.

Creo que, en este plano, hace falta que el conjunto del Senado valore en su justa dimensión estos resultados, que no son, en absoluto, triviales.

Dicho esto, considero importante no caer en la autocomplacencia, porque nuestra economía y el país presentan problemas. No hay tiempo para detenerse en ellos. Deseo, simplemente, poner los títulos respecto de algunas inquietudes acerca de las cuales sería importante que discutiéramos más en detalle.

La primera ¿francamente, no tiene que ver con el tema del Banco Central, pero es legítimo plantearla a propósito de esta discusión¿ dice relación a las desigualdades en Chile.

Nuestra economía crece ¿y mucho!¿, pero reparte mal. Ha quedado nuevamente de manifiesto, en la última encuesta CASEN, que avanzamos en cuanto a reducción de la pobreza, pero perdemos la lucha contra las

desigualdades. Tengo perfecta conciencia de que éste no es un tema específico del Instituto Emisor, pero considero útil recordarlo.

Un segundo aspecto que debe ser objeto de un debate más profundo ¿y sí tiene que ver con el Banco Central? es el relativo al perfil productivo del país. Se ha entregado un dato que resulta muy interesante: que el deterioro cambiario de Chile alcanzó, en promedio anual, entre 1990 y 1994, a algo más de 4%, lo que me parece francamente excesivo. Un país puede razonablemente asumir cierto deterioro cambiario, en la medida en que sea relativamente equivalente a sus aumentos de productividad. Y la economía chilena viene generando aumentos de productividad importantes. Si pudiéramos mantenernos con ellos en torno de 2% ó 3% anual, sería muy satisfactorio. Pero tratar de compensar deterioros cambiarios que en promedio anual superan 4% plantea un serio signo de interrogación respecto del perfil productivo del país.

En mi concepto, éste es un asunto acerca del cual el Banco Central tiene la obligación de reflexionar y de presentar alternativas que permitan reducir el deterioro cambiario a lo que sea razonablemente soportable por nuestra economía.

Una tercera inquietud tiene que ver con la inflación. Me parece ambiciosa la meta que se ha planteado, en este terreno, para 1996. Tengo la impresión de que nuestro país deberá ser más audaz particularmente en todo lo concerniente a un mayor desmantelamiento de los mecanismos para indexar, con el objeto de que puedan lograrse nuevos avances en el frente de la inflación. Porque, así como se compara la tasa de crecimiento de Chile con las más altas del mundo, debe considerarse que dichos avances, con toda la importancia que revisten, nos sitúan todavía con tasas de inflación relativamente mediocres, en comparación con las que predominan en los países más desarrollados.

Un tema que se ha planteado en esta Sala se refiere a las pérdidas del Banco Central. Pienso que sobre el particular también sería útil sostener una discusión más profunda. Manifestar ¿como aquí se ha señalado? que hay pérdidas que superan varias veces la situación producida en CODELCO, creo que es un argumento francamente artificial, y, además, resulta muy poco riguroso para llevar a cabo un debate económico.

Por de pronto, es bastante conocido el hecho de que dimensionar las pérdidas a partir sólo de un balance contable no siempre es la vía más adecuada. Desde este punto de vista, quizás la medición del flujo de caja del Banco Central puede ser un indicador más pertinente. Y lo que ella muestra es un déficit anual del orden de uno por ciento del producto interno bruto, lo cual es perfectamente manejable.

Sin perjuicio de esa discusión, estimo que es un error, una inexactitud, responsabilizar a la política seguida por el Instituto Emisor durante los últimos años de la situación patrimonial que éste presenta en la actualidad. Lo cierto

es que las pérdidas que ese organismo ha sufrido por sus intervenciones en el mercado cambiario son sólo ligeramente superiores a las que había ocasionado hasta 1994 la obligación subordinada. Y, más aún, son apenas algo superiores a una cuarta parte de lo que aún le cuesta servir las pérdidas no recuperables que le originó la intervención en la crisis financiera de comienzos de los años 80. A mi juicio, es muy importante ser objetivos y rigurosos en el manejo de las cifras y la reconstitución de los distintos procesos.

La herencia de la crisis financiera ¿por concepto de intervención y liquidación de instituciones, programa de dólar preferencial, pérdidas de cambio y operaciones "swap"¿ reportó al Banco Central un déficit de 2,7% del producto interno bruto. Por su parte, las pérdidas derivadas de la obligación subordinada y las intervenciones del mercado cambiario ascendieron a 0,5 y 0,7% del producto interno bruto, respectivamente, durante ese mismo año. Estas tres fuentes de pérdidas se ven parcialmente compensadas por los ingresos que reportan la emisión de base monetaria, los pagarés fiscales y activos del Instituto Emisor.

Un aspecto que conviene destacar, en el caso de las pérdidas no recuperables, es que su origen se remonta claramente a la primera mitad de los años 80. Las diversas operaciones de intervención de la época significaron al Banco Central cuantiosas pérdidas de capital, solventadas con la emisión de deuda interna. El servicio de esta última alcanzó a representar un máximo de 3,1% del producto interno bruto en 1990. Desde ese año, la carga ha disminuido en términos relativos, por cuanto la expansión del producto interno bruto ha superado el incremento en el pago de intereses. Las operaciones más costosas fueron el programa del dólar preferencial y las pérdidas de cambio derivadas de la caída del valor real del peso, en circunstancias en que la posición en dólares del Banco Central era fuertemente negativa.

No obstante lo anterior, al Instituto Emisor le significaron también importantes pérdidas las inyecciones de recursos en las instituciones financieras liquidadas a comienzos de la década de los años 80, es decir, cuatro bancos: Español, De Talca, Regional de Linares y De Fomento de Valparaíso, y cuatro sociedades financieras: FINANSUR, Financiera de Capitales, Compañía General Financiera y Cash. Con posterioridad, se sumaron los bancos Continental, Hipotecario y Unido de Fomento, y la Colocadora Nacional de Valores.

Pienso que es importante traer a colación estos antecedentes, para que tengamos una visión precisa y fidedigna de cuál ha sido el proceso que explica el deterioro patrimonial del Banco Central.

Por último, considero relevante que podamos mantener una gran rigurosidad y consistencia en los debates económicos. Me parece que no obedece a esas características, cuando se discuten determinados proyectos, el sostener que pueden financiarse con cargo al excedente fiscal y, luego, hacer gran

hincapié ¿y con razón¿ en los problemas patrimoniales del Instituto Emisor, olvidándose que debe existir un equilibrio en el conjunto del sector público y que, para lograrlo, es fundamental generar un excedente en las cuentas públicas.

Tampoco es consistente ¿como ya se hizo presente en esta Sala¿ plantear la preocupación por los problemas cambiarios e impugnar, al mismo tiempo, los costos que al Banco Central le ocasiona la intervención cambiaria.

Considero que el Senado ganaría mucho si fuera capaz ¿como lo indiqué al inicio de mi exposición¿ de valorar los éxitos que el país ha tenido en el concierto internacional y de plantear posiciones consistentes en el campo económico.

He dicho.

El señor VALDÉS (Presidente).¿ Tiene la palabra el Honorable señor Prat.

El señor PRAT.¿ Señor Presidente, nuevamente hemos escuchado una cuenta de los máximos directivos del Instituto Emisor, y nos alegramos de la buena marcha de la economía del país.

Junto con ello, me parece que ésta es una buena oportunidad para valorar tanto la institución del Banco Central como la autonomía de que fue dotado a partir de los cambios institucionales generados en la década pasada.

Creo que el país y el Senado recogen el grado de satisfacción general por el funcionamiento de esta entidad, por la seriedad y el profesionalismo con que ha sido dirigida en sus altos niveles.

También, es la oportunidad para valorar cómo las instituciones, en la medida en que se les deja funcionar, muestran sus beneficios y sus bondades.

Quizás, en la ocasión en que nos corresponde escuchar la cuenta anual del Banco Central, conforme a la cual observamos la tasa de crecimiento del país y los buenos indicadores que se registran ¿incluso compartidos por quien me antecedió en el uso de la palabra¿, cabe reflexionar que, por otra parte, somos víctimas de una clase política cuyo único afán pareciera ser modificar las instituciones básicas, partiendo por la Constitución, las leyes laborales y tantas otras normativas. Eso puede elevarnos a perder nuestros activos, que estamos identificando en la exposición valiosa realizada por los directivos del Instituto Emisor. No podemos dejar de hacer mención a estos hechos cuando escuchamos y evaluamos un informe como el que se nos ha presentado.

Deseo formular una pregunta al señor Presidente del Banco Central, referida al grado de viabilidad del control inflacionario para 1996, sobre la base del marco de las circunstancias en que éste se ha dado hasta ahora. El informe indica que el marco internacional en que se ha desenvuelto el país en los últimos doce meses ha sido extraordinariamente favorable. Así, nuestro principal producto de exportación ¿el cobre¿, que en 1994 se vendía a 105,5 centavos de dólar la libra, este año se transa en 132,5 centavos. Algo similar,



proporcional, sucede con la celulosa, incluso en valores porcentualmente más radicales ¿en términos de mejoría¿, con la harina de pescado y, en general, con todos los productos de exportación.

Eso ha llevado a que el saldo de la balanza comercial, que en 1994 fue de 660 millones de dólares, se estime este año en 2 mil millones de dólares.

El crecimiento del país a una tasa de 7 por ciento, que ha resultado sorprendente ¿no estaba previsto¿, se funda principalmente en el mejoramiento de esas circunstancias, que son exógenas, ajenas a nuestro propio quehacer.

Entonces, mi pregunta es: dado que el control inflacionario ha estado fundamentalmente apoyado en la apreciación del peso y que por esa vía se han mantenido los precios de los productos transables a valores tales que el promedio está dando la tasa inflacionaria del año, ¿cómo se prevé que pueda lograrse una meta de 6,5 por ciento de inflación para 1996, cuando todos los indicadores señalan que el dólar en los mercados internacionales tiende a apreciarse, que las dificultades que vive una de las principales economías, la japonesa, indican que la apreciación del yen habría tocado su techo y que el proceso tiende a revertirse? Es decir, que nuestro proceso interno de control inflacionario, basado en una apreciación del peso frente al dólar, sería un proceso agotado y, por lo tanto, de aquí en adelante los esfuerzos de la autoridad, particularmente en materia de reducción del gasto público, son las únicas vías expeditas para seguir avanzando; y que incluso, si en si en el último año hemos ido a favor de la corriente ¿ésta nos ha llevado en términos de facilitarnos el proceso de ajuste de precios¿, pudiere ser que en 1996 debamos nadar contra la corriente de apreciación de moneda y de precios internacionales para lograr la estabilidad de precios.

En segundo término, quiero recoger una respuesta de parte de la autoridad del Banco Central en cuanto a la necesidad de seguir avanzando en desregular, en abrir espacios, en remover normas que hoy de alguna manera afectan la correcta asignación de recursos.

Crea que el país está viviendo situaciones poco favorables por el hecho de haber andado lento en una desregulación en general. Por ejemplo, en otra área de la economía, hoy nos lamentamos por no haber procedido con mayor premura a abrir espacios de inversión a las AFP y otros inversores institucionales, por cuanto ello ha significado una sobreinversión en determinados paquetes accionarios sometidos actualmente a circunstancias de mercado que hacen bajar sus precios y que afectan patrimonialmente a los fondos previsionales por el hecho de haber estado demasiado concentrados en esos títulos, lo cual, a su vez, es consecuencia de no haber tenido en su debido momento espacios para moverse y buscar oportunidades de negocio.

Estimo que, en el ámbito internacional, fuertemente regulada desde el Banco Central, esta realidad también se puede estar dando. Y hay una serie de distorsiones, que serían producto de las limitaciones que impone el Instituto Emisor. Por ejemplo, el encaje ¿una de ellas¿ afecta e interfiere

indebidamente la asignación de recursos en nuestra economía. Se dice que ésta ha sido causal de una estabilidad de que no han gozado otros países; pero hay estudios serios y profundos que más bien señalan que son otras las causas que han motivado las crisis en esas naciones y otras, distintas de los encajes, las que han generado la estabilidad en el nuestro.

En lo que dice relación al déficit del Banco Central, creo que todos convenimos en que constituye una situación no sostenible en el tiempo. Si bien todos entendemos que los bancos centrales no están hechos para quebrar o no quebrar ¿por lo tanto, es algo que no se va a producir¿, desmejora la imagen institucional una situación de déficit persistente en el tiempo y de futuras y muy próximas inyecciones de recursos del Estado para nivelar las cuentas. De partida, habría que pedir a las autoridades económicas pertinentes que el déficit del Instituto Emisor, acumulado en el tiempo, sea contabilizado como mayor gasto público de estos años, por cuanto eso es en rigor. Por lo tanto, cifras veraces obligan a incluirlo como gasto público.

Ésas son, a grandes rasgos, mis inquietudes. Y específicamente sobre la relativa a meta inflacionaria para 1996, sería muy interesante oír opiniones.

He dicho.

El señor VALDÉS (Presidente) . ¿ Tiene la palabra el Honorable señor Horvath.

El señor HORVATH.¿ Señor Presidente, quiero destacar la importancia de la cuenta rendida por el Banco Central en conformidad al artículo 80 de su Ley Orgánica Constitucional.

En primer lugar, los antecedentes entregados, desde el punto de vista técnico, son muy claros. Sin embargo, la percepción de la comunidad respecto de la marcha de la economía y de la situación social a veces es radicalmente distinta. Y, en ese sentido, creo que las oportunidades laborales, el problema de la cesantía, el sentirse más a menos pobre, deberían complementarse con índices de otra naturaleza; aparte el informe CASEN ¿mencionado por el Senador señor Ominami¿, tal vez con algo que han implementado otros países: los indicadores de calidad.

En segundo término, también se echa de menos en el informe que nos rinde el Banco Central ¿lo señalamos el año recién pasado¿ una mención sobre las cuentas patrimoniales a los balances ambientales, vinculados a una de sus funciones (será cada vez mas importante), conforme al artículo 53 de la ley N° 18.840. Y lo señalo porque la Comisión de Medio Ambiente y Bienes Nacionales del Senado recibió un informe preliminar del Instituto Emisor en las áreas de cuentas ambientales del sector forestal, en el cual tiene cifras avanzadas; y sabemos que también está elaborando el de los sectores minero y pesquero.

¿Por qué digo esto? Porque si se actúa sobre escenarios objetivos de la marcha económica del país. y se vincula con el cambio en cuanto a superficie y calidad de los recursos naturales, obviamente el crecimiento económico pasa a ser, en alguna medida, relativizado o mejor ponderado.

En el caso del bosque nativo, tomando como cifra base 7,7 millones de hectáreas, en dos escenarios, uno bien conservado y otro con degradación de calidad ¿podríamos decir optimista y pesimista?, se llega a una cifra de degradación anual, en un caso, de 0,5 por ciento, y en el otro, de 1,1 por ciento, en cuanto a superficie. Y si a ello agregamos la condición de calidad del recurso, se estaría degradando adicionalmente entre 1,2 y 2,5 por ciento. Llevado esto a cifras, en los últimos diez años estaríamos perdiendo por ese concepto del orden de 3 mil millones de dólares.

Lo anterior constituye un antecedente, que, sin duda, debe ligarse a otros.

Si observamos los cuadros 19 y 20 del informe que se nos ha entregado, podremos constatar que esas actividades son relevantes. Para el primer semestre del año, en pesca de exportación tenemos 600 millones de dólares, y en actividad forestal o vinculada a ella, 1.325 millones de dólares.

En tercer lugar, quiero señalar algo que se ha ido representando paulatinamente en la Comisión de Medio Ambiente y Bienes Nacionales: lo relativo a los escenarios futuros de nuestra actividad económica en el evento de ligarse al Tratado de Libre Comercio y al MERCOSUR.

En el caso de Estados Unidos, principal país en materia de nuestro intercambio comercial, según cifras del propio Banco Central, se llegó a los 4.650,1 millones de dólares en 1994.

Vinculemos lo anterior a lo sucedido con México, aunque es algo distinto. En la Comisión recibimos una presentación del señor Kevin Kearns, Presidente del Consejo de Industria y Comercio de Estados Unidos, donde señala que en las actividades de comercio y manufactura el resultado ha sido deplorable para las dos partes. Y las propias cifras del Banco Central ¿según el boletín de mayo de 1994 respecto al producto interno bruto? indican lo siguiente: manufactura industrial, 28.166 millones de pesos, y comercio, 874, cifras que, sumadas, equivalen a la mitad del PIB.

Esto, más la aprensión sana y clara que tiene el sector agrícola, hace conveniente saber qué va a suceder bajo este tipo de intercambio en los escenarios futuros.

Ésas son mis observaciones, señor Presidente.

El señor VALDÉS (Presidente). ¿ Debo explicar a la Sala que la ausencia de numerosos señores Senadores obedece a que se está constituyendo la Comisión Especial de Presupuestos.

Corresponde la palabra al Honorable señor Gazmuri.

El señor GAZMURI; Señor Presidente, no voy a intervenir en esta oportunidad. Cederé mi tiempo al señor Presidente del Banco Central, a quien, como no pude seguir todo el debate, le hare llegar un oficio con mis observaciones.

El señor VALDÉS (Presidente) .¿ Tiene la palabra el Honorable señor McIntyre.

El señor MC-INTYRE.- Señor Presidente, seré breve, pues deseo plantear más bien una inquietud.

El informe es muy bueno e interesante. Pero, como recién lo recibimos ayer, hemos tenido sólo un día para leerlo. Creo que merece un poquito más de nuestro tiempo para comprenderlo mejor.

Vienen cosas nuevas en relación al del año pasado. Una de ellas ¿la veo con interés¿ es la nueva modalidad de la política monetaria, la cual recién este semestre está siendo adaptada, fijándose ahora los intereses ¿parece¿ más a diario que a plazos largos. Esto es muy relevante. Pero quizá es poco tiempo para saber qué resultados ha tenido.

Otro aspecto interesante que he visto es la parte patrimonial, que ya fue mencionada.

Lo tercero que me llama la atención es la alerta que el Banco Central hace respecto de los riesgos asociados a una apertura financiera abrupta con el patrimonio bajo, con las negociaciones que actualmente se están realizando para ingresar al NAFTA o al MERCOSUR, etcétera. Este tipo de riesgos puede ser una situación bastante complicada. Por lo tanto, mi pregunta es en qué forma la gente que está negociando el NAFTA y todos estos tratados económicos internacionales se halla imbuida de esta situación, no dire crítica, pero sí riesgosa, y de qué manera nosotros, como Senado, podemos colaborar. Porque hay una Comisión nuestra que está ayudando en estas negociaciones; incluso, un grupo de Senadores fue a Estados Unidos y estableció contacto con legisladores de ése y otros países. Sin embargo, no solamente se puede colaborar con una mejor presentación, sino también convenciendo a la contraparte.

Nada más, señor Presidente.

El señor VALDÉS (Presidente).¿ Tiene la palabra el Honorable señor Errázuriz.

El señor ERRÁZURIZ.¿ Gracias, señor Presidente.

Debo, en primer lugar, felicitar al Banco Central, porque por fin se ha reconocido la existencia de sus enormes y cuantiosas pérdidas.

¡Hace cuántos años vengo previniendo respecto de las mismas y de la increíble si-tuación que derivaba de mantener activos en dólares y pasivos

en UF, sin cuidar lo que, en mi opinión, debió haber sido el adecuado "hedge" que toda institución financiera debe mantener como medida de prudencia!

Pero felicito al Banco Central, porque al fin se reconoce que los supuestos superávit del sector público no son tales (como lo he venido denunciando desde hace ya tanto años), ya que ellos deben compensarse con las pérdidas del Instituto Emisor.

Hoy, en un día en que el Banco Central, en un acto histórico, sincera sus cuentas, reconoce ¿como ocurre en la página 17 del informe¿ que "El grueso de la deuda externa del sector público fue asignada al Banco Central" (en el pasado) "y se encuentra registrada en el Balance del Instituto Emisor."

Se reconoce, también, que las pérdidas del Banco Central "pueden debilitar su imagen y credibilidad públicas".

Se reconoce que "las pérdidas operacionales del Banco Central requieren de un superávit fiscal, para compensar sus efectos sobre el gasto agregado".

Se reconoce que las pérdidas del Banco Central "pudieran requerir el soporte directo e indirecto del Fisco".

Se reconoce la necesidad de "redefinir las condiciones de los activos y pasivos que el Banco Central mantiene con el Fisco".

Se reconoce que éste "no es un asunto nuevo; que hay intereses que nunca se harán efectivos"; que "estas pérdidas tienen efectos sobre el gasto y los equilibrios macroeconómicos"; que "existen reajustes cuyo devengo real es discutible".

Se reconoce que el déficit de caja del Banco Central debe ser conocido como "déficit cuasi fiseal".

Se reconoce que el déficit del Banco Central requiere mantener la generación de superávit del sector público.

Se reconoce que "en términos macroeconómicos deben consolidarse los resultados del Gobierno y del Banco Central, para apreciar adecuadamente la situación".

Se reconoce que "los resultados contables de la década de los 80, no reflejan las pérdidas del período", precisándose que en esos años se contabilizaron como ingreso los aportes de capital recibidos del Fisco, lo que también implica reconocer, por otra parte, que en las cuentas públicas de tales años no se entregó una información fidedigna y transparente, tal como lo denuncié oportunamente.

El caso es que las pérdidas del Banco Central en el año recién pasado, contablemente, alcanzaron a casi 1.500 millones de dólares, cifra que se eleva a 2 mil 300 millones si adicionalmente se contabilizan bien los 800 millones de dólares que resultan de expresar los activos y pasivos del Banco

Central en dólares verdaderos, de dar y recibir, y no en el dólar acuerdo, que en este caso resulta ser sólo una anotación contable.

Pero lo más importante de todo es que el Banco Central aquí ha establecido con transparencia ¿la hago resaltar y aplaudo; felicito por ella a su Consejo¿ qué ha ocurrido de verdad, lo cual, en opinión del Senador que habla, pone en riesgo la autonomía del Instituto Emisor.

Habría sido bueno, por lo tanto, escuchar de labios del Presidente del Banco Central, en forma enfática, una advertencia sobre lo que deseo hoy prevenir: la autonomía del Banco Central se encuentra en un serio riesgo.

¡Pero vamos a las soluciones concretas!

Las pérdidas del Banco Central se explican fundamentalmente por mantener activos en dólares y pasivos en UF.

El Instituto Emisor ha comprado todos los dólares producto del éxito exportador de Chile y de las inversiones recibidas por el país, activos que ha financiado con endeudamiento en UF. Adicionalmente, en las postrimerías del Régimen militar, la deuda del Fisco con el Banco Central fue transformada de UF a dólares, deuda respecto de la cual el Fisco no cancela ni siquiera el total de los intereses, pues solo debe pagar 2% de interés, en lugar de Libor + 1, modalidad en que, entiendo, se pactaron dichas obligaciones.

El único activo importante que el Banco Central mantiene expresado en UF es la deuda subordinada, que, más que activo o deuda subordinada, es mayoritariamente deuda incobrable, especialmente luego de la capitalización efectuada por algunos bancos que, sin requerir tales aumentos patrimoniales, sólo han buscado disminuir el porcentaje o dividendos a que tiene derecho el Instituto Emisor, lo que denuncié en este Senado y causó tanto alboroto en algunos.

El caso es que no resulta posible entender que el Banco Central deba y pueda seguir manteniendo pasivos en una moneda diferente de aquella en que expresa sus activos y en una economía como la chilena, en la que el peso va creciendo, pues la moneda se fortalece precisamente a medida que el país crece.

Mantener la situación descrita, sin desindexar la economía ¿cosa que he echado de menos en la exposición del Presidente del Banco Central¿, significará no sólo la ruina de muchos agricultores endeudados en UF y que por naturaleza son productores en dólares, sino también crecientes pérdidas para el Banco Central, pues ha pasado a ser el deudor más grande e importante del país.

Desindexar la economía resulta, entonces, un imperativo para salvar al Banco Central censervando su autonomía y patrimonio.

Si se desea terminar con la grave situación que significa que mientras el Fisco muestra superávit el Banco Central muestra pérdidas; si se desea

analizar bien las cuentas del país, es preciso consolidar el Banco Central con las cuentas fiscales. Si se desea soluciones reales, el Fisco debería desprenderse de enormes sumas de dinero, que requiere para cumplir sus obligaciones y prioridades sociales.

Por eso, en lugar de esa alternativa, he propuesto, desde hace ya mucho tiempo, que, siendo el Estado dueño de CODELCO, y formando ésta parte de su patrimonio, dicha empresa estatal sea transformada en sociedad anónima, de forma de capitalizar, con parte de sus acciones, al Instituto Emisor. De este modo, sin un egreso fiscal, sin reducir ni mermar los gastos sociales ¿que son prioridad de todo Gobierno¿, es posible capitalizar definitivamente al Banco Central, evitando el riesgo que hoy se cierne sobre su autonomía, y el riesgo ¿aún mayor¿ que se cierne sobre la imagen de Chile y de su sector económico.

Si el Banco Central fuese dueño de parte de las acciones de CODELCO, adicionalmente podría nombrar en el Directorio de esa empresa estatal Directores especializados en finanzas, lo que, sin lugar a dudas y a la luz de la experiencia pasada, sería de claro beneficio para CODELCO.

En seguida, haré referencia al crecimiento del gasto interno, que el señor Presidente del Banco Central nos ha indicado que aumentará en dos puntos por sobre el crecimiento del producto. Encuentro peligroso dicho aumento, para lo cual se desea entregar una explicación basada en la situación de coyuntura y en los altos precios de algunas de nuestras materias primas de exportación.

Pero lo normal es ahorrar, a fin de "guardar en tiempos de vacas gordas" ¿como indica el refrán¿ "para los tiempos de vacas flacas", que espero demoren en llegar. Encuentro peligroso, también, que el consumo privado, según se anuncia, pueda subir en un 9 por ciento, es decir, en el doble del crecimiento que tuvo en 1994.

En estos breves comentarios, debo señalar que el crecimiento del producto previsto para 1996, de sólo el 6 por ciento ¿inferior al del presente año¿, no es alentador. Cuando el país demuestra una muy buena situación en sus principales productos de exportación, cuyos precios en el mercado internacional han subido; cuando la inversión externa es creciente, no resulta en absoluto alentador que se nos anuncien cifras inferiores a las del año en curso.

Hago presente que, en mi opinión, Chile vive hoy la repetición del ciclo histórico recurrente que produce nuestra pobreza. Siendo ésta una nación muy rica, cuando crecen las exportaciones, cuando aumentan las inversiones externas, resulta que el país, agobiado por el exceso de dólares que llegan, deprime el tipo de cambio porque no crea nuevas fórmulas para colocar esos excedentes en el exterior.

Chile no debe repetir los ciclos de sus principales productos de exportación, que son connaturales a esas riquezas. Chile no puede mantener ciclos

económicos que luego signifiquen iguales ciclos sociales y políticos. Por lo tanto es preciso, en primer término, implementar desde ya la posibilidad de colocar en el propio país los recursos en dólares que ha acumulado el Banco Central, expresando el endeudamiento interno, especialmente en sectores productores de dólares como son los agrícolas, en moneda extranjera, es decir en dólares. En segundo término, es necesario incentivar la exportación de bienes de capital, porque éstos ¿a diferencia de las materias primas y, por ejemplo, de la fruta, que se deben vender al contado¿ se venden a plazo. Pero ocurre que en la actualidad Chile importa muchísimos bienes de capital, en lugar de exportar los propios, sólo y exclusivamente, porque el adquirirlos en el exterior significa importar no sólo el bien de capital, sino también el crédito. Chile debe hoy exportar sus reservas con crédito. Para ello, debe crear incentivos a la exportación de bienes de capital, colocando así importantes excedentes en moneda extranjera, dando canal y salida a los dólares acumulados por el país, de forma de aumentar las exportaciones sin recibir dólares por el pago de ellas.

En consecuencia ¿y concluyo con esto; señor Presidente¿, felicito al Banco Central por la transparencia de la información que ha recibido el Senado. Y, junto con ello, llamo la atención hacia la necesidad de que el Congreso, y en particular esta rama legislativa, adopte las medidas necesarias para mantener la autonomía del Banco Central, evitando sus permanentes y recurrentes pérdidas, las que se deben, no a su culpa, sino a la situación financiera, que no ha sido corregida y respecto de la cual he advertido desde hace ya mucho tiempo.

El señor VALDÉS (Presidente).¿ Ofrezco la palabra al señor Presidente del Banco Central, para que, si lo tiene a bien, se sirva dar respuesta a los comentarios formulados acerca de su exposición.

El señor ZAHLER (Presidente del Banco Central).¿ Gracias, señor Presidente.

La verdad es que ha habido bastantes comentarios. Los consideraré más bien en términos generales, agrupándolos en lo que me parece de mayor importancia, para intentar responder algunos de ellos.

Antes que todo, debo señalar que el Banco enfrenta cierto conflicto ¿diría¿ en materia de distribución del documento. Como el año pasado hubo varios señores Senadores que no tuvieron la posibilidad de recibir antes el documento, esta vez nos preocupamos de que lo tuvieran al menos con un día de anticipación. Igual hubo alguna filtración a la prensa. Nos parece muy importante que los señores Senadores tengan la oportunidad de conocer el informe en primer lugar, y puedan discutirlo acá antes de que aparezca a la luz pública. Éste es un aspecto que, desgraciadamente, siempre hay que enfrentar.

Por otro lado, el documento contiene varios elementos que requerirían mayor análisis, y, dado que los señores Senadores necesitan tiempo para



elaborarlo, desde ya señalo la disposición del Consejo del Banco para venir al Senado a discutir cualquier punto que no podamos aclarar totalmente hoy, ya sea a través de la Comisión de Hacienda ¿donde siempre hemos estado directamente a su disposición¿ o en una sesión plenaria, si así se decide.

A continuación me referiré a las principales materias que se han señalado. Comenzaré con lo que para el Banco es, quizás, lo más importante: con la consulta que se hizo sobre qué elementos tuvimos en mente al prever para el próximo año una inflación del orden del 6,5 por ciento. Al respecto, mencionaré algunos antecedentes.

En primer lugar, nosotros hacemos un seguimiento de lo que denominamos "la inflación de tendencia" o "la inflación subyacente". Se trata de un indicador de inflación que aísla las variaciones de precios de los productos más erráticos, que normalmente tienen cambios muy bruscos y con una incidencia muy grande en el IPC, y que la experiencia ha demostrado que es útil sacar para los efectos de tener un indicador de tendencia. Esa tendencia, a lo largo de este año, ha sido decreciente, como señalamos en el informe, y todos los indicadores que tenemos muestran que esa tendencia continuará así en los próximos meses.

Ése sería un primer elemento de carácter general.

Un segundo elemento dice relación a lo que está ocurriendo con la actividad y el producto. Efectivamente, en el presente año el producto bruto crecerá en torno al 7 por ciento, cifra que estimamos superior a la tasa de crecimiento de tendencia sostenible de la economía chilena, y que en parte se explica porque en 1993 creció un 4,2 por ciento. Eso da un margen para que en el año en curso pueda crecer más, sin crear presiones inflacionarias ni problemas de balanza de pagos.

Deseo destacar un elemento, que está incorporado también en la proyección de inflación del próximo año, además de la inflación de tendencia: el hecho de que estimamos que el próximo año el producto, si bien va a crecer mucho, aumentará menos que en 1995, llegando a aproximadamente el 6 por ciento. Eso da un margen de holgura, tanto por el lado de costos como por el de la oferta, que es un factor importante.

Por otra parte, estimamos que este año el gasto, que está creciendo alrededor de un 9 por ciento, o tal vez algo más, va acompañado de un ingreso nacional que se está incrementando más o menos en un 13 por ciento. Esto se debe, fundamentalmente, a términos de intercambio muy favorables para la economía chilena. Naturalmente, en la medida en que los términos de intercambio detengan su mejoramiento, e incluso lo reviertan ¿que es el supuesto que hay para el año venidero¿, el gasto, así como este año ha tendido a crecer por ese concepto, debiera tender a decrecer en 1996. Ese elemento también ha sido incorporado.

Deseo subrayar que la tasa de inversión se mantiene en los niveles más altos que ha tenido anteriormente, lo cual también asegura cierto aumento

en el producto, sin que ello vaya asociado a generación de presiones inflacionarias. Y en el caso de los mercados laborales, existe un cierto grado de holgura como consecuencia de que, si bien el empleo ha aumentado, ello ha sido a un ritmo relativamente bajo, y, por lo tanto, hay cierto margen de que se eleve el empleo, sin que eso vaya vinculado a incremento de salarios, y por esa vía, a subida de la inflación.

Esos son ¿diría¿- los principales elementos que están explicando el hecho de que estimemos perfectamente razonable terminar el año 1996 con una inflación del orden de 6,5 por ciento. Esto significa, 6,5 más o menos algunas décimas.

A este respecto, quiero señalar que en más de una ocasión se ha dicho aquí ¿y es una cuestión planteada también fuera del Senado¿ que una parte muy importante del éxito que ha tenido el país en materia inflacionaria se debe a la apreciación del peso. Y en eso hemos sido extraordinariamente reiterativos. Y deseo aprovechar esta ocasión para volver a manifestar que es efectivo que la apreciación del peso ciertamente ha colaborado a la reducción de la inflación en la economía chilena en los últimos 4 ó 5 años. Eso es un hecho concreto.

Sin embargo, el punto que quiero destacar es que para el Banco Central ésa es una apreciación que no hemos buscado, no hemos utilizado el tipo de cambio con objetivos antiinflacionarios y que, a diferencia de otras experiencias del pasado y de otros países de América Latina, se ha dado como consecuencia del éxito exportador y de la reinserción de Chile en la economía internacional.

Y, para ello, quiero dar a conocer al Senado algunos indicadores que me parecen muy importantes tener presentes.

Esta apreciación del peso se ha dado simultáneamente con un aumento de las reservas internacionales del país, en los últimos cinco años, de más de 10 mil millones de dólares. Esto es, el Banco Central ha comprado en el mercado más de 10 mil millones de dólares ¿casi 11 mil millones¿ en los últimos cinco años, lo que es un indicador de cuál sería la apreciación que habríamos tenido si es que hubiésemos querido "utilizar" el tipo de cambio con objetivos antiinflacionarios.

Hemos realizado un esfuerzo consciente de no permitir una apreciación excesiva del peso, y eso me parece que es un aspecto importante, y lo refleja, además, un gráfico que está en el informe, donde la apreciación del peso de Chile comparado con otros países de América Latina es de las más bajas.

Por otro lado, el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos en los últimos cinco años ha sido del orden de 1,5 por ciento del producto, que es una cifra extraordinariamente baja y que está indicando que el tipo de cambio es absoluta y completamente razonable o de equilibrio.

Y, por último, el crecimiento de las exportaciones no sólo de este año, sino de los últimos 4 ó 5 años ha sido lo suficientemente fuerte y vigorosa, lo que también está indicando que el tipo de cambio no es una variable que esté complicando al sector exportador, ni ciertamente el equilibrio en las cuentas externas.

Entonces, lo que deseo destacar una vez más es que indudablemente había una apreciación del peso ¿lo planteamos explícitamente en nuestro informe¿, pero que (repito) hemos hecho esfuerzos muy grandes para que no sea aún mayor. Y si ella ha alcanzado este nivel, lo ha sido por "residuo" y no buscada explícitamente por el Banco Central.

Reitero: hemos aplicado políticas de gasto bastante restrictivas y políticas de reservas internacionales destinadas a aumentarlas muy fuertemente, a fin de no permitir una apreciación mayor aún del peso. También hemos llevado adelante políticas de "control" o de "regulación" de la cuenta de capitales, para impedir que por la vía de capitales de muy corto plazo haya una apreciación aún mayor del peso.

Me interesa destacar ese aspecto, porque la esencia de la política antiinflacionaria de estos últimos años ha sido una política fiscal sana y una política monetaria muy rigurosa.

El otro aspecto que deseo destacar es el siguiente.

Efectivamente, este año, a diferencia de los anteriores, hemos incorporado en este informe dos temas bien específicos.

El primero, relativo a la nueva política monetaria del Banco Central, porque sin duda hay un cambio importante respecto de lo que ha sido el diseño de la política monetaria de prácticamente 10 años. Por eso, explicamos esto en forma bastante extensa. Pero también ilustramos que es un cambio fundamentalmente operativo, de modernización, si se quiere, de mayor sofisticación, que da más flexibilidad, más iniciativa al Banco Central. No es un cambio importante desde el punto de vista de que represente un giro dramático en la forma de hacer política monetaria. Se trata más bien de una sofisticación, tecnificación y modernización en el diseño de la política monetaria.

La segunda novedad incluida en el informe dice relación con el tema patrimonial del Banco Central, desarrollada en forma más extensa que en ocasiones anteriores, lo que se debe a dos o tres elementos muy importantes.

En primer lugar, contablemente ¿como todos sabemos- el Banco Central tuvo una pérdida el año 1994 del orden de los 1 mil 400 ó 1 mil 500 millones de dólares, lo que, por lo demás, viene señalado en un cuadro del informe.

En segundo lugar, a través del cambio en el tratamiento de la obligación subordinada se ha planteado un tema bastante delicado vinculado a

eventuales pérdidas contables que el Banco podría tener debido a la ley vigente.

Y, en tercer lugar, y aquí quiero hacerme cargo de un punto planteado por el Senador señor Larraín, quien en este momento no se encuentra presente. Recibimos oficios no solo de él, sino también del Senador señor Errázuriz, vinculados ¿si recuerdo bien¿ a las pérdidas del Banco Central. El Consejo estimó bueno responder esos oficios en esta ocasión, realizando un tratamiento exhaustivo de la materia, más que entrar al detalle puntual de cada uno de ellos. Respecto de esta materia, quiero reiterar un par de puntos que me parece importante que los señores Senadores tengan presentes.

Si bien se encuentra tratado en el informe, debo señalar que parte muy importante y significativa de la pérdida contable del Banco Central se debe exclusivamente al hecho de que modificamos el valor dólar acuerdo en noviembre del año pasado. Si hubiéramos aplicado exactamente la misma política sin modificar el dólar acuerdo, probablemente tendríamos menos publicidad, menos notoriedad y, sin embargo, los efectos reales de la situación serían precisamente los mismos.

Consideramos útil y conveniente sincerar estas cuentas, y, en ese sentido, lo que hemos hecho aquí es, de una vez, reconocer una situación que refleja la compra de divisas en el Fondo del Banco Central durante los últimos cuatro años, que se vincula también a la mayor apreciación del peso.

Y, también, quiero solicitar que respecto al tema de la importancia relativa de la deuda subordinada o de la obligación del Fisco, se vean bien en los balances, primero, los orígenes de estos dos elementos y, segundo, en qué medida cada uno de ellos representa pérdidas de caja o pérdidas contables. Decir que tenemos una deuda expresada en UF y a tasas de un cinco por ciento, materia de la cual se ha hablado mucho, contablemente vale. Pero si los señores Senadores miran cuál es el monto total de deuda subordinada, se darán cuenta de que a lo largo del tiempo va subiendo, lo que en la práctica significa que esa deuda no se va pagando; en cambio, la otra deuda, del Fisco, que también nos origina pérdidas de caja, sin embargo, a lo largo del tiempo va disminuyendo. Entonces, me parece bien importante ser cuidadosos a ese respecto.

Señor Presidente, quería dar a conocer esos aspectos que considero importantes.

Es cierto que hay una cuestión de imagen y de credibilidad potencial del Banco Central vinculado al tema de su patrimonio. Es una materia que empezamos a conversar con el Ministerio de Hacienda y, también, con la Comisión de Hacienda del Senado recientemente, hace uno o dos meses, y es una cuestión que indudablemente se puede seguir tratando a lo largo del tiempo. A nuestro juicio, no hay absolutamente nada urgente que esté cuestionando la credibilidad ni la capacidad del Banco Central para llevar a cabo su política monetaria y cambiaria. Por el contrario, más bien creemos

que la credibilidad del Banco y el diseño de sus políticas están en uno de sus momentos más fuertes.

Muchas gracias, señor Presidente.

El señor VALDÉS (Presidente). ¿ En nombre del Senado agradezco al señor Presidente del Banco Central la completa e interesante exposición realizada, y que ha motivado un debate que ciertamente hubiéramos querido que fuese más extenso, debido ¿repito¿ a la complejidad e interés de las materias abordadas. Debo agradecer, también, la concurrencia a esta sesión especial de los señores miembros de su Directorio.

Se levanta la sesión.

¿Se levantó a las 16:24.

**Manuel Ocaña Vergara,**

Jefe de la Redacción