



ACTA CORRESPONDIENTE A LA SESION DE POLITICA MONETARIA N° 66  
Celebrada el 12 de agosto de 2004

---

En Santiago de Chile, a 12 de agosto de 2004, siendo las 16,00 horas, se reúne el Consejo del Banco Central de Chile, bajo la presidencia del titular don Vittorio Corbo Lioi y con la asistencia del Vicepresidente don José De Gregorio Rebeco y de los Consejeros doña María Elena Ovalle Molina, don Jorge Desormeaux Jiménez y don Manuel Marfán Lewis.

Asiste el señor Ministro de Hacienda, don Nicolás Eyzaguirre Guzmán.

Asisten también:

Gerente General, don Camilo Carrasco Alfonso;  
Fiscal y Ministro de Fe, Subrogante, don Juan Esteban Laval Zaldívar;  
Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés Pulido;  
Gerente de División Política Financiera, don Luis Oscar Herrera Barriga;  
Gerente de División Internacional Subrogante, don Sergio Lehmann Beresi;  
Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García Silva;  
Gerente de Investigación Económica, don Klaus Schmidt-Hebbel Dunker;  
Gerente de Información e Investigación Estadística, don Ricardo Vicuña Poblete;  
Secretaria Ejecutiva Gabinete Presidencia, doña Cecilia Feliú Carrizo;  
Secretario General, don Jorge Court Larenas.

Se encuentra también presente, especialmente invitada, la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

I. Fecha Sesión de Política Monetaria del mes de febrero de 2005.

El Presidente fija la sesión de política monetaria del mes de febrero de 2005, para el día 10 de ese mes.

II. Exposición.

El Gerente de Análisis Macroeconómico, don Pablo García, en relación con el análisis de los desarrollos económicos y financieros recientes, señala lo siguiente:

Desde la última Reunión de Política Monetaria, el escenario externo ha mostrado algunas señales menos auspiciosas, principalmente por el fuerte incremento del precio del petróleo y el relativo menor dinamismo en Estados Unidos, pese a lo cual el entorno sigue siendo favorable. En el país, las noticias del mercado laboral han tendido a confirmar que las implicancias del incremento de la desocupación observado por el Instituto Nacional de Estadísticas no son del todo evidentes, mientras que se ha consolidado un crecimiento de la actividad y del gasto, sobre todo de la inversión, superior al previsto hace apenas un par de meses. La inflación subyacente, en tanto, sigue en una trayectoria de normalización, aunque el actual panorama para el precio del petróleo probablemente lleve a la inflación del IPC hacia 3% un par de trimestres antes de lo esperado.



El favorable escenario externo se ha mantenido en el último mes, a pesar de que el mercado laboral y la actividad global en Estados Unidos de América se han mostrado menos dinámica que lo esperado por el mercado. En cuanto al crecimiento, lo anterior se ha visto compensado por el mayor dinamismo de otras zonas económicas relevantes para Chile, en particular Japón y América Latina. Por el lado de los términos del intercambio el precio del cobre se ha mantenido elevado, pero el actual precio del petróleo supera sustancialmente lo previsto, lo que motiva una modificación del panorama de corto y mediano plazo para el precio de este *commodity*. La ausencia de presiones inflacionarias significativas en el mundo ha permitido que se mantengan las condiciones financieras favorables, acomodando de hecho el menor dinamismo de la economía estadounidense. Las perspectivas de los mercados respecto de la trayectoria al alza de la tasa de fondos federales no han cambiado respecto de un mes atrás. Por su parte, el entorno financiero que enfrentan economías emergentes sigue siendo positivo, lo que se manifiesta en *spreads* reducidos y estables desde el mes pasado.

En los mercados financieros internos se aprecia con aún mayor nitidez el impulso de la política monetaria. Las tasas de interés de colocación se han mantenido estables, pero el crédito de consumo y de vivienda sigue tomando fuerza y los recargos financieros de los bonos corporativos y letras para la vivienda siguen reduciéndose. Además, y a diferencia de lo ocurrido durante casi todo el año 2003, durante este año el conjunto de los agregados monetarios ha presentado tasas de crecimiento positivas y de magnitud significativa en varios casos.

Los diversos indicadores de actividad y gasto también muestran que el crecimiento en el corto plazo ha tomado más fuerza que la anticipada. En particular, el mercado inmobiliario, las importaciones de bienes de capital y el consumo durable muestran niveles significativos, mientras el sector externo indica que las exportaciones netas están contribuyendo al crecimiento de la demanda agregada algo menos que lo anticipado. El debilitamiento de algunos indicadores de expectativas de los hogares parece estar básicamente vinculado con el efecto del mayor precio de los combustibles, no habiendo por ahora mayores motivos para que se vea afectada la actual velocidad del consumo privado.

En el mercado laboral, la información más reciente afirmó la visión de que lo que se está dando es un cambio al interior del mismo, que incide, de manera transitoria, en la tasa de desocupación medida por el Instituto Nacional de Estadísticas. El empleo asalariado, en particular, ha continuado creciendo a tasas importantes, mientras la ocupación por cuenta propia ha seguido revirtiendo el fuerte crecimiento que presentó el año 2003. Fuentes alternativas coinciden en un mejor panorama del mercado laboral. La encuesta de ocupación de la Universidad de Chile reveló una reducción significativa de la desocupación en el Gran Santiago; las vacantes en términos desestacionalizados crecieron en julio; y el empleo que mide la Asociación Chilena de Seguridad continúa aumentando con firmeza.

Por el lado de la inflación, la principal novedad es la incidencia —directa e indirecta— del alza de los combustibles. En la medida en que el precio del petróleo se ubique por sobre los US\$ 35 el barril en lo que resta de 2004, ello llevará a que la inflación en doce meses del IPC total alcance cifras en torno al centro del rango meta entre fines de este año y principios del próximo, registros prácticamente un punto superiores a los esperados en mayo. Adicionalmente, se producirá un grado de volatilidad, de magnitud y temporalidad aún no demasiado precisas, por la variación de tarifas de diverso tipo. La tendencia subyacente de la inflación anual, en tanto, no mostró sorpresas significativas en julio, esperándose que supere el 2% durante el primer trimestre del próximo año.

El panorama externo esperado para la economía chilena sigue siendo favorable, a pesar del relativo menor dinamismo de Estados Unidos de América y del mayor precio del petróleo, esto último considerado como escenario de riesgo en el Informe de Política Monetaria de mayo. El precio del cobre continúa alto, las condiciones financieras internacionales siguen relajadas y la preocupación respecto de la desaceleración de la economía China se ha disipado por ahora.





Las proyecciones de crecimiento mundial se mantienen prácticamente inalteradas desde la reunión pasada, no obstante se registra algún cambio de composición entre regiones. Por un lado, las proyecciones de crecimiento para Estados Unidos de América se revisaron a la baja en 0,5 punto porcentual para el bienio 2004-2005, principalmente porque se incorporaron datos efectivos. Por otro, las proyecciones de crecimiento para Japón y América Latina se revisaron al alza en 0,5 y 0,4 punto porcentual, respectivamente. De este modo, la proyección de crecimiento mundial a paridad del poder de compra se ubica en 5,0 y 4,3% para el 2004 y el 2005, respectivamente. El crecimiento ponderado por los principales socios comerciales, en tanto, se sitúa en 4,6% el 2004 y 3,7% el 2005.

La revisión a la baja de las perspectivas de crecimiento de Estados Unidos de América, se asocia con la primera estimación del PIB del segundo trimestre de 2004: 3% trimestre/trimestre anualizado. Si bien la composición del PIB indica una desaceleración del crecimiento del consumo privado, la inversión sigue creciendo a tasas de dos dígitos. Se espera que la dinámica del consumo durante el segundo trimestre sea transitoria, en la medida que se mantengan las positivas cifras de confianza de consumidores y que la desaceleración reciente de la creación de empleos se revierta. Más aún considerando que durante el año ya se han generado más de un millón doscientos mil empleos y que las cifras de inversión, actividad industrial y servicios, así como las expectativas respecto de su evolución futura, se mantienen positivas. En la zona euro, por su parte, los indicadores del segundo trimestre continúan mostrando signos de repunte en el crecimiento, dinámica que, no obstante, es asimétrica entre países. Cabe destacar, sin embargo, una mejora en los indicadores de confianza empresarial de las tres principales economías de la zona durante julio. En Japón, en tanto, indicadores divulgados las últimas semanas validan mejores perspectivas de crecimiento, apoyadas en señales más claras de recuperación de la demanda interna. Ello se suma a la dinámica exhibida por el sector externo, que se ha constituido en el principal motor del crecimiento nipón.

Durante las últimas semanas el precio del cobre retomó una trayectoria al alza, situándose en torno a US\$ 1,30 la libra. Esto refleja el fuerte crecimiento mundial, un atenuado temor respecto de una desaceleración de China y una lenta respuesta de la oferta frente a este escenario. Asimismo, se observa una participación más activa de los agentes especuladores durante las últimas semanas. A futuro sigue anticipándose una declinación de este precio, asociada al desarrollo de nuevas inversiones. Con todo, y en coherencia con los fundamentos de este mercado, la proyección para el precio del cobre se eleva a US\$ 1,26 la libra el 2004 y US\$ 1,12 el 2005.

El aumento del precio del petróleo de las últimas semanas indica la materialización de uno de los escenarios de riesgo previstos en el Informe de Política Monetaria de mayo. Pese a que la mayor producción de la OPEP y la entrega del poder político en Irak por parte de Estados Unidos de América llevó al precio del petróleo a cerca de US\$ 33, este descenso fue transitorio. En la actualidad el precio del crudo ha retornado a niveles por sobre los US\$ 40 el barril, con lo que el promedio para lo que va del año se ubica en US\$ 34,4. El aumento del precio del petróleo responde tanto a factores coyunturales como fundamentales. Entre estos últimos, la fuerte demanda por parte de los principales consumidores (Estados Unidos de América, China y Japón), inventarios históricamente bajos y espacios limitados para incrementar la oferta. Lo anterior sugiere subir las proyecciones del precio del crudo, especialmente pronunciada para el 2005. De este modo, el 2004 el precio promedio se ubicaría en US\$ 35 el barril, para llegar a US\$ 34 el 2005.

Los indicadores financieros de los mercados desarrollados siguen, en términos generales, señalando un escenario similar al prevaleciente la reunión pasada. Por una parte, el rendimiento de bonos de largo plazo de las economías desarrolladas registró alguna volatilidad en el curso de Julio ante la publicación de ciertos indicadores de actividad. Más recientemente, luego de la publicación de datos del mercado laboral de Estados Unidos de América estos descienden, situándose en 4,3% el bono americano y en 4,1% para el europeo, en torno a 15 puntos base menos que al cierre de la reunión pasada. Por otra parte, el dólar que había mostrado alguna apreciación con respecto a las principales monedas, en la actualidad se encuentra en niveles similares a los de principios de Julio. Finalmente, las bolsas, especialmente aquellas en las cuales los sectores tecnológicos tienen mayor relevancia,



descendieron en el mes. Tanto la bolsa japonesa como el *Nasdaq* en Estados Unidos de América cayeron en torno a 6% en las últimas cuatro semanas.

Las expectativas respecto de la trayectoria del proceso de alzas de tasas de interés en Estados Unidos de América no variaron en el último mes. Así, la tasa de interés de los fondos federales terminaría el año en 2%, con movimientos paulatinos de 25 puntos base. En esa dirección se enmarca el aumento de la tasa de política por parte de la Reserva Federal el 10 de Agosto, para llevarla a 1,5%. Lo anterior se refuerza tras el comunicado de la autoridad monetaria, que mantiene los riesgos balanceados y el lenguaje referente a la velocidad medida que tendrá el proceso de alza de tasas de interés. Destaca en el comunicado que la Reserva Federal atribuye la desaceleración en la tasa de crecimiento de la economía y en la creación de empleo, en parte, al incremento sustancial en los precios de energéticos y, que la trayectoria de la inflación está influida por factores transitorios. Esto último se ve reflejado en la moderación de la inflación medida por el deflactor del consumo personal subyacente (*PCE core*). En la zona euro, se han fortalecido las expectativas de una mantención de la tasa repo en sus niveles actuales por lo que resta de 2004. Esto, en un contexto en que las señales de recuperación en la actividad económica son aún modestas y la inflación subyacente se mantiene en torno al nivel objetivo.

Las condiciones de financiamiento externo para las economías emergentes han mejorado en las últimas semanas, gracias al descenso de los *spreads* de riesgo crediticio, en tanto que las tasas de interés de largo plazo se encuentran en niveles similares. Además, la mayor certidumbre respecto del proceso de alzas de tasas de interés en las economías desarrolladas, conforma un panorama más beneficioso para los flujos de capitales hacia los países emergentes. En particular, se observa una mayor disposición de los inversionistas extranjeros a invertir en mercados emergentes, la que se evidencia en la favorable acogida de las colocaciones de Brasil, Turquía y Filipinas.

En su conjunto, los mercados financieros muestran que el impulso de la política monetaria se ha afianzado, o incluso incrementado. Ello se aprecia en un número de indicadores, tales como las condiciones de financiamiento para el consumo y la vivienda, los *spreads* de bonos corporativos y los buenos resultados de la emisión de acciones, y el importante incremento de los distintos agregados monetarios.

Desde la última reunión, la trayectoria de las tasas de interés de los documentos del Banco Central ha dependido principalmente de las expectativas de inflación y, en lo más reciente, de la evolución de las tasas externas. Así, las tasas de interés de los instrumentos reajustables descendieron entre 30 y 40 puntos base durante el mes, ubicándose en 2,1 para los BCU-5 y en 3,3% para los BCU-10. Por su parte, las tasas de interés de los BCP -2 se ubican en torno a 3,2%, marginalmente por encima de los del cierre de la reunión de julio, mientras las del BCP-5 han aumentado más de 60 puntos base, hasta 4,9%. A su vez, las tasas de interés de los instrumentos nominales de corto plazo, PDBC, se mantienen levemente por debajo de la tasa de política monetaria (-15 puntos base).

En julio, las expectativas de inflación revirtieron la caída del mes anterior. La compensación inflacionaria implícita en los bonos nominales a dos y cinco años aumentó entre 60 y 80 puntos base respecto de la reunión anterior, ubicándose en 2,3 y 2,7%, respectivamente. La compensación a 10 años —obtenida a partir de la emisión de los BCP10 —aumentó 30 puntos base en el mes, hasta situarse en el centro del rango meta. Por su lado, las expectativas de inflación a un año según la encuesta a las mesas de dinero se incrementó en 45 puntos base (2,5%). Las expectativas a dos años, en tanto, se mantienen en torno a 2,7% desde Mayo.

En agosto, la encuesta de expectativas del Banco Central de Chile indica un aumento marginal en la inflación esperada a un año, ubicándola en 2,6%. A dos años, se mantiene en 3%.

Respecto de la reunión anterior la curva *forward* presenta un empinamiento, con lo que las expectativas para la tasa de política monetaria son hoy superiores a las esperadas en el Informe de Política Monetaria de Mayo. Esto implica que se anticipa un aumento del orden de 25 puntos base en septiembre y, en total, uno de 175 puntos base a un año plazo. La encuesta de expectativas del Banco Central de Chile de Agosto indica un aumento bastante más gradual de la tasa de política monetaria: 25 puntos base a fines de 2004 y 100 puntos base en un año.





Durante julio, los agregados monetarios aumentaron por sobre lo estimado por los modelos de proyección habituales. En particular, la tasa de variación anual del M1A pasó de 21 a 25% entre junio y julio (3,4% por sobre lo previsto). Por su parte, la tasa de crecimiento anual de los agregados más amplios también aumentó: 12 y 4%, para el M2A y el M7, respectivamente.

Este incremento respondió a las decisiones de los privados —Administradoras de Fondos de Pensiones y otros— de aumentar sus tenencias de depósitos a plazo, en desmedro de instrumentos de renta fija. Parte de ello se explica por la emisión de acciones de D&S para la primera semana de agosto.

Al excluir las Administradoras de Fondos de Pensiones del M2A y M7, estos agregados presentan variaciones en doce meses cercanas a 9 y 11%, respectivamente.

Respecto de la velocidad de expansión, solo el M2A presenta una trayectoria creciente a Julio. Aún más, consideradas las proyecciones de Agosto, se produciría un descenso en todos los agregados.

En Junio, los créditos a personas continuaron con tasas de incremento anual de dos dígitos, 18% y 13% para consumo y vivienda, respectivamente. En Julio, las tasas de interés de colocaciones de consumo cayeron en promedio 50 puntos base respecto del mes anterior; en tanto, las de las letras de crédito hipotecario con duración de 5 a 6 años y clasificación AA -con 40% de representación del mercado- se ubican en sus mínimos históricos (4,3%).

Las colocaciones bancarias a empresas, aunque con un ritmo de crecimiento menor que el crédito a personas, consolida una recuperación, anotando en Junio una variación de 4,5% anual. Las tasas de interés de estos créditos se mantuvieron prácticamente estables durante Julio.

En Julio, la deuda bancaria total continuó creciendo, con una tasa de variación anual de 8% nominal.

El señor Ministro de Hacienda pide la palabra para señalar que no recuerda si la frase que se ha usado, fue que las condiciones monetarias o en su caso las condiciones crediticias se han hecho más expansivas. Estima que claramente el término correcto es que las condiciones crediticias se han hecho más expansivas. Al efecto señala por qué estima que las condiciones crediticias se han hecho más expansivas. A su juicio existen muchas razones, pero sin duda alguna la más importante de todas, y que solicita que se mantenga en reserva por revertir carácter confidencial, consiste en el cambio que ha experimentado la posición (crediticia/deudora) fiscal entre el primer semestre del año pasado y el primer semestre de este año, que ha sido superior a dos puntos del producto. Mientras el año pasado durante el primer semestre existió un déficit, conforme a lo que recuerdo, cercano a 0,8 puntos del producto anual, durante el primer semestre de este año se ha obtenido un superávit equivalente a 1,3 puntos del producto anual. Como el uso de este superávit no ha sido, sino que en una medida muy pequeña, el prepago de endeudamiento externo, esto ha producido una expansión muy visible de la oferta de fondos prestables dentro de la economía. Esto representa una gran implicancia respecto de un conjunto de variables, por cuanto la expansión de la oferta de fondos prestables, producto de un cambio en la posición fiscal, ha permitido que el incremento que se ha observado en las tasas de inversión cuente con suficientes fuentes de financiamiento doméstico. De este modo, a diferencia de lo ocurrido en el pasado en otras etapas cíclicas, el impulso de la inversión más la disponibilidad de fondos domésticos no ha traído consigo que las empresas salgan a buscar financiamiento externo, evitando que se produzca simultáneamente con el ciclo de expansión una cierta tendencia a la apreciación nominal del tipo de cambio, y en la medida que haya alguna restricción en la oferta no transable, una caída del tipo de cambio real. No obstante lo indicado, no es evitable pensar que conforme la economía, y en particular la inversión, siguiera creciendo a tasas crecientes, y quiero enfatizar el condicional "siguiera", dado que el cambio referido en la posición fiscal es un cambio discreto que no tendría porque continuar expandiéndose, en algún momento la oferta de fondos fiscales doméstica va a ser insuficiente y, por tanto, va a traer consigo, a medida que avance la posición cíclica de la economía, una demanda por financiamiento externo y,



consiguientemente, una cierta normalización del tipo de cambio real respecto de lo cual se estima que el peso se encuentra clara y excesivamente depreciado respecto a las condiciones fundamentales.

Interviene también, el Gerente de División Estudios señor Rodrigo Valdés, quien señala que se está utilizando un término un poco distinto. En efecto, por condiciones monetarias entendemos el conjunto de condiciones financieras que incluyen créditos, dinero, tasas, spreads, etc. Así, para sustanciar un poco más la idea de que las condiciones monetarias se han hecho más expansivas, además de que el crédito está aumentando, cabe destacar que también el dinero crece, y existen otros indicadores como spreads de créditos hipotecarios, spreads de créditos de empresas que se han ido contrayendo. Por tanto, usando distintas medidas, en su conjunto, cree que las condiciones monetarias son más holgadas. Posiblemente la posición fiscal ayuda en eso, como lo ha expresado el señor Ministro. Agrega que la tasa de política monetaria es una parte de las condiciones monetarias; la tasa de política tiene su propio nombre que se utiliza como referencia para ella.

Continúa la exposición del Sr. García señalando que en el último tiempo la emisión de acciones en la bolsa de valores como fuente de financiamiento de las empresas. Los montos de colocación de acciones de pago acumulados hasta Agosto de este año —considerando las inscripciones de Bicecorp y D&S— superan ampliamente los registrados el 2001 y el 2002.

Desde la última reunión, el IPSA registró una variación de 1,7% en dólares y 2,9% en pesos, acumulando en el año una caída de 3,6% en dólares y un aumento de 3,2% en pesos. Los montos transados en igual período alcanzaron a \$ 24.500 millones, cifra levemente por debajo del promedio del año, pero superior en 9% al promedio de 2003.

Los mercados internacionales, por su parte, continúan marcados por la intensificación de las expectativas de alzas de la tasa de interés de la Reserva Federal. Con esto, desde la última reunión a la fecha, el *Dow Jones* ha caído 0,5% y el *Nasdaq* 5%, este último afectado, además, por los malos resultados de las empresas tecnológicas.

Actualmente el tipo de cambio se cotiza bajo \$ 640 por dólar, valor que representa una depreciación del orden de 1% desde la reunión de Julio. En Julio, el peso presentó una trayectoria mixta, que culminó con una fuerte depreciación en los últimos días del mes. El diferencial de tasas nominales ha aumentado, conforme al incremento de las expectativas de inflación.

Los otros indicadores de la evolución del tipo de cambio, TCM y TCM-5, también se depreciaron en el último tiempo, aunque en magnitudes inferiores (0,6% y 0,5%, respectivamente).

Según las cotizaciones de *Bloomberg*, el tipo de cambio nominal reflejaría una depreciación del peso casi nula hasta fines de 2005 (0,5%). A su vez, la encuesta de expectativas de Agosto muestra estabilidad del peso hasta fines de 2004, acumulando desde ahí hasta mediados de 2006 una depreciación del orden de 2%. El diferencial de tasas de interés nominal de mediano plazo es coherente con una depreciación del orden de 0,2% de aquí a seis meses, trayectoria que se mantendría hasta fines de 2005.

Por su parte, el tipo de cambio real *spot* de agosto se estima en 102,2, cifra superior en 0,6% a la de Julio.

El ritmo de crecimiento de la demanda agregada ha continuado acelerándose más de lo esperado, en particular por el lado de la formación bruta de capital fijo. El consumo privado y el mercado inmobiliario, en tanto, se han mantenido estables pese al aparente deterioro de las expectativas de los hogares. El aporte de la demanda externa neta al crecimiento del PIB continúa siendo pequeño, aunque tanto exportaciones como importaciones mantienen el dinamismo de meses previos.





En Junio, los indicadores parciales de consumo continuaron señalando un crecimiento, aunque en algunos indicadores de bienes durables se aprecia una caída en los datos más recientes desde niveles especialmente elevados. Por un lado, las ventas de bienes de consumo habitual continúan creciendo a tasas similares a las del PIB. Las ventas de supermercados (Instituto Nacional de Estadísticas), luego de una relativa estabilidad en el primer trimestre de 2004, retomaron la tendencia creciente en el segundo cuarto del año.

Los indicadores de consumo durable, en tanto, muestran señales mixtas, aun cuando los niveles son altos comparados con el 2003. Por un lado, las ventas minoristas de este tipo de bienes cayeron en Junio por tercer mes consecutivo. Por otro, las ventas de automóviles, que han continuado en niveles altos, y las importaciones de bienes durables se muestran menos dinámicas en lo más reciente. En todo caso, la caída de las ventas de bienes durables se puede esperar, ya que son acumulables por naturaleza.

Las expectativas de los consumidores han seguido disminuyendo. En Julio, según la encuesta de Adimark (Índice de Percepción Económica) la percepción de los consumidores continuó deteriorándose por quinto mes consecutivo, debido a una peor visión de la evolución global de mediano y largo plazo. La medición de la Universidad de Chile, por su parte, también registra una caída, aunque algo menos pronunciada.

La evidencia disponible indica que la caída de las expectativas de los hogares desde principios de año ha sido más suave que la que se deduce del desempeño reciente de la tarifa de locomoción colectiva, el precio de los combustibles y la marcha del mercado laboral.

Durante el primer semestre de 2004, se produjo una acumulación de existencias liderada por el comercio. En particular, el incremento de las importaciones de bienes de consumo durante el 2004 ha implicado un aumento importante de los inventarios del sector. Este comportamiento de los inventarios a nivel sectorial es ratificado por otras fuentes de información, como el IMCE (Indicador Mensual de Confianza Empresarial).

Los indicadores parciales de inversión continúan registrando niveles superiores a los observados el 2003 y a los esperados el mes anterior, aunque con cierta estabilidad en lo más reciente. Destaca el componente de maquinaria y equipos debido al mejor desempeño de las importaciones de bienes de capital respecto de lo que se esperaba en reuniones pasadas.

Dentro del componente de edificación —32% de la formación bruta de capital fijo— las ventas de viviendas del segundo trimestre, en especial Junio, mostraron un incremento importante respecto del trimestre anterior.

Esta positiva evolución de las ventas de viviendas obedece, en parte, a las favorables condiciones de financiamiento y a la percepción de que el comienzo del ciclo de normalización de la tasa de interés está más cercano.

Según el Catastro de Proyectos de Inversión de la Corporación de Bienes de Capital (CBC) de Julio, se registró una reducción de 3,2% de la inversión en obras de ingeniería para el año 2004, respecto del catastro anterior (abril). Incidieron el atraso de las obras de diversos proyectos forestales y el adelantamiento para el 2003 de proyectos mineros, en relación con una mayor infraestructura pública. A la importante participación de los sectores de infraestructura pública, minería y forestal para el período 2003-2006, se agrega el sector energía.

Para el 2005 se espera un aumento de 68% respecto de la inversión estimada para el 2004. Hay que señalar, tal como se ha observado históricamente, que la proyección a más de un año plazo regularmente experimenta ajustes importantes -producto de lo preliminar de los datos-. En efecto, entre los años 1999-2004 las proyecciones a un año se ha corregido a la baja un 33% en promedio, aunque es destacable que el nivel de error ha descendido de modo considerable en el bienio 2003/2004.



Respecto de las expectativas empresariales, el IMCE de Julio, aun cuando continúa por sobre 50, sufrió un pequeño deterioro explicado principalmente por el sector minero, el cual mostró el mínimo de confianza desde que existe la encuesta. La menos favorable percepción del sector minero se explica por las expectativas de estabilización tanto en la demanda como en la producción futura, lo cual acerca el índice a niveles considerados como neutros. También destaca el aumento de las expectativas de construcción, las cuales alcanzaron su máximos desde que existe este indicador.

A mayo del 2004, el balance presupuestario acumulado en doce meses del Gobierno Central llegó a 1,2% del PIB. Este resultado se explicó por un importante crecimiento de los ingresos presupuestarios (9,8% anual), en combinación con un incremento de los gastos presupuestarios, en línea con lo observado en meses anteriores (5,1% anual).

La evolución de los ingresos presupuestarios se explica por el incremento de los ingresos tributarios (7,7% anual) y de los ingresos de cobre bruto (113,8% anual), los cuales aportan 6 y 3 puntos porcentuales al crecimiento de los ingresos presupuestarios, respectivamente.

Por el lado del gasto presupuestario, destaca el aumento de las transferencias de capital (20,1% anual), los gastos en personal (6,0% anual), las prestaciones previsionales (3,3% anual) y los subsidios y donaciones (3,2% anual), los cuales explican 4,2 puntos porcentuales del crecimiento del gasto.

Al igual que el gasto presupuestario, el crecimiento del gasto con impacto macroeconómico (4,3% anual) estuvo en línea con lo observado en meses anteriores. La inversión pública, en tanto, a pesar de que ha recuperado en parte el crecimiento respecto de lo observado a fines del 2002, refleja una desaceleración en los últimos dos meses.

Considerando que el avance de los ingresos presupuestarios respecto de lo considerado en la Ley de Presupuestos del año 2004 ha sido mayor que el correspondiente a los gastos presupuestarios, particularmente en abril y mayo, y que el avance de los ingresos es superior al promedio del período 2000/2003 mientras que los gastos están en línea con su comportamiento histórico, se mantiene la proyección de balance global del Gobierno Central de 1,6% para el año 2004.

En julio, las exportaciones e importaciones alcanzaron a US\$ 2.600 y 2.195 millones, lo que representa crecimientos anuales de 45,7 y 28,2% para las ventas y compras al exterior, respectivamente.

Para el tercer trimestre se estima que el volumen de envíos al exterior crecerá más que en el trimestre anterior, debido al mejor desempeño en todos los sectores. Los precios, por otro lado, mostrarán algo menos dinamismo en todos sus categorías. En particular, continúa destacando el incremento de los precios de los envíos mineros e industriales.

El volumen de las importaciones mostrará en el tercer trimestre un mayor dinamismo que el trimestre anterior, explicado por un mejor desempeño de todas las partidas. Los precios, en tanto, tendrán un comportamiento muy similar al observado en el período anterior. Continúa destacando el incremento de los precios de las internaciones intermedias, producto del mayor precio del petróleo.

Aún cuando el crecimiento de la actividad de junio se mantuvo en línea con lo estimado en la reunión anterior, se produjeron cambios en su composición. En particular, las principales sorpresas provinieron de los sectores agropecuario, industrial, minero, comercio y electricidad, gas y agua (EGA).





La producción industrial creció 4,6% anual, marginalmente por debajo de lo esperado. En particular, la extensión mayor a la prevista del período de mantención de una planta refinadora de petróleo generó un menor crecimiento en las ramas industriales orientadas al mercado interno. En junio continuó destacando el vigoroso desempeño de las ramas orientadas al mercado externo. En particular, destacó pesca, que mantuvo el significativo incremento de los meses previos. En las ramas ligadas a la inversión, sorprendió la mayor producción de otros minerales no metálicos.

El crecimiento del PIB del segundo trimestre se revisó marginalmente al alza respecto de lo considerado la reunión anterior, pues se revisaron las cifras de los meses anteriores. Las principales correcciones se debieron al mayor crecimiento en los sectores agropecuario, minería, electricidad, gas y agua (EGA) y comercio, que más que compensó el menor crecimiento de construcción. Para el tercer trimestre, en tanto, se espera un aumento leve en el crecimiento anual de la actividad respecto del trimestre anterior, explicado por los sectores de agricultura, minería y comercio.

Según cifras del Instituto Nacional de Estadísticas, el mercado laboral ha comenzado a disipar los signos de debilidad exhibidos en meses previos. La ocupación total aumentó respecto del trimestre móvil anterior, destacando el cambio de composición del empleo, hacia una mayor creación de empleos formales. Otras fuentes de información también validan este panorama.

En el trimestre móvil abril-junio la ocupación recuperó niveles similares a los exhibidos en meses previos. Destacó el aumento del empleo privado y el menor protagonismo de los programas especiales de empleo. Con todo, descontando efectos estacionales, se crearon cerca de siete mil puestos de trabajo respecto del trimestre móvil marzo-mayo.

Por tipo de ocupación, destaca el proceso de formalización que muestra el empleo. Ello se aprecia en la caída del empleo por cuenta propia, *vis-à-vis* la creación de 28 mil nuevas plazas de asalariados. También se aprecia un aumento de 20 mil plazas de trabajo de empleadores.

La trayectoria del empleo asalariado en la Región Metropolitana, es coherente con la que reporta la Universidad de Chile para el Gran Santiago, pero no así para la ocupación por cuenta propia, que aumenta en esta última medición. Es probable que la diferencia metodológica entre encuestas tenga un efecto mayor en esta última categoría.

Por rama de actividad económica, el proceso de formalización se aprecia en la caída del empleo agrícola y el aumento de la ocupación en servicios (sociales, personales y comunales, y financieros). Destaca también la evolución del empleo ligado al sector construcción, que ha mostrado una dinámica más favorable en los últimos trimestres, creando cuatro mil plazas de trabajo desde diciembre. Por su parte, la ocupación industrial ha tendido a estabilizarse, luego de la trayectoria descendente iniciada a principios del 2003.

El incremento de la creación mensual de empleo asalariado es observable en distintas fuentes de información.

La tasa de desempleo para el trimestre móvil de abril a junio, eliminada la estacionalidad, descendió levemente respecto del trimestre móvil anterior, situándose en 9,1%. Ello porque se mantuvo la tasa de participación de la fuerza de trabajo y el número de desempleados disminuyó en cerca de ocho mil personas, en ambos casos descontando efectos estacionales. La tasa de desempleo desestacionalizada de la población primaria (hombres entre 25 y 54 años) continuó en ascenso, llegando a 7,1%.

Pese al incremento de la tasa de desempleo primaria y la caída del nivel de ocupación, su evolución se liga, principalmente, al menor empleo de los trabajadores por cuenta propia ya que se observó también un aumento de los asalariados.



Según la información de la Universidad de Chile, la tasa de desempleo para el Gran Santiago confirmó la trayectoria decreciente de períodos previos. Este resultado muestra una dinámica opuesta a la información análoga para la Región Metropolitana reportada por el Instituto Nacional de Estadísticas. La evolución histórica de ambas tasas señala un precedente estadístico de la información de la Universidad de Chile sobre la del Instituto Nacional de Estadísticas, y también que este tipo de discrepancias se ha dado en el pasado.

El índice de vacantes de trabajo para julio aumentó, confirmando el cambio en la trayectoria decreciente exhibida durante el año. Esto apoya la persistencia en la trayectoria creciente del empleo asalariado en los próximos meses.

Es importante notar también que la evolución de expectativas de las personas respecto del mercado laboral ha sido mixta. Por un lado, la información de Adimark sobre la percepción del desempleo nacional en los próximos doce meses se ha deteriorado durante el 2004. Por otro, según la Universidad de Chile, si bien el 33% de los encuestados en el Gran Santiago siguen pensando que el desempleo es el principal problema del país, esta cifra desciende desde septiembre de 2002.

Otras encuestas también muestran una mayor preocupación de las personas por la situación del empleo. En el caso de la encuesta Centro de Estudios Públicos (CEP), el número de personas que considera el empleo como uno de los principales problemas del Gobierno, aumentó a 48% en la medición de Junio de este año y ha sido el principal punto de preocupación de la población desde mediados de 1999. Pese a eso, se mantiene por debajo de los registros del 2002-2003.

En Julio, el IPC tuvo una variación de 0,2%, cifra que fue de 0,4% para el IPCX y 0,1% para el IPCX1. El incremento en doce meses del IPC llegó a 1,4%, mientras que el del IPCX se situó en 1,0% y el de IPCX1 en 0,6%.

Durante Julio, los grupos que presentaron alzas en sus precios promedio fueron Vivienda (0,7%), Transporte (0,4%), Salud (0,3%) y Educación y recreación (0,2%). Se constataron disminuciones en Vestuario (-0,8%), Otros (-0,8%) y Equipamiento de la vivienda (-0,1%).

Medidas alternativas de inflación subyacente, como el IPCX2 y las medias podadas del IPC, IPCX e IPCX1 presentaron alzas en sus tasas de variación en doce meses. En cuanto al IPCX1, la mediana de su variación mensual se mantuvo constante respecto del mes anterior. Descontando efectos estacionales, la variación mensual de este índice presenta un incremento en igual período.

En Julio el crecimiento mensual anualizado de las medidas de inflación continúa aumentando desde los niveles mínimos observados a comienzos de año. La inclusión de las proyecciones a diciembre, no obstante, atenúa marginalmente este incremento en el caso del IPC e IPCX1.

Respecto de la proyección presentada en la reunión de Julio, la variación mensual del IPC e IPCX resultó 0,1 punto porcentual superior, mientras que en el IPCX1 no hubo diferencia. Las sorpresas se concentraron en transporte y vivienda. En el primero, a causa del alza en el precio de los combustibles; en el segundo, por diferencias en las tarifas reguladas.

Durante Julio, las medidas de márgenes tuvieron comportamientos disímiles. Por un lado, los márgenes de alimentos, obtenidos a partir de los datos del IPP e IPCX1, muestran un nuevo aumento, retornando a los niveles del primer trimestre. Por otro lado, los márgenes de medicamentos -obtenidos del IPP e IPCX1- y de durables -obtenidos del IPP e IPC- no muestran mayores cambios respecto del mes anterior. En el caso de los durables, destaca que el aumento de márgenes que se observó en el período de apreciación cambiaria, se ha deshecho por completo.





En Junio, la tasa de variación anual de las remuneraciones nominales se mantuvo en 3,0%. Para el costo de mano de obra, en tanto, aumentó a 3,2%. En cuanto a los costos laborales unitarios, durante junio su tasa de variación anual se mantuvo estable.

En cuanto a las perspectivas de inflación en el corto plazo, el Sr. García señaló que estimaciones iniciales indican que en agosto el IPC tendría una variación mensual de 0,3%, con lo que su tasa de variación en doce meses se situaría en 1,5%. Lo anterior es resultado de los incrementos en el precio de los combustibles asociados a la vivienda (querosene y gas licuado) y las tarifas eléctricas. A ello se suma un aumento en el precio de los perecibles debido a la habitual estacionalidad en esta época del año. El IPCX y el IPCX1 tendrían incrementos mensuales de 0,2 y 0,1%, respectivamente. Con esto la inflación anual de estos mismos indicadores sería de 1,3% y 0,8%.

Respecto de la reunión anterior se modifica al alza el escenario base para el precio del petróleo y el tipo de cambio. En el primer caso, el nuevo escenario considera un precio promedio de US\$ 35 el barril para el 2004. Para el tipo de cambio, a diciembre de este año se considera un nivel 2% más depreciado que el anterior. La suma de ambos implica una inflación IPCX1 que para fines de 2004 es del orden 0,2 punto porcentual superior a la estimada el mes anterior. En el caso del IPCX, este efecto se amplifica por las implicancias de segundo orden sobre las tarifas y la corrección de la información de julio. Así, para fines de 2004, la inflación del IPCX es ahora 0,6 punto porcentual superior a la estimación previa. Por último, en el caso del IPC, el incremento anual de la inflación a diciembre es de 1 punto porcentual.

En las tarifas también se producen cambios respecto del mes anterior, aunque sin afectar la inflación total en el mediano plazo. En el caso de las tarifas de la locomoción colectiva, los datos de Julio indicaron una reversión del aumento inesperado del costo de reposición que se observó el mes anterior. Esto lleva a un descenso de \$ 10 de la tarifa a mediados de mes. Hacia delante, no obstante, el cambio en el escenario base de tipo de cambio y petróleo implica un aumento de \$ 20 en la tarifa para septiembre, que se revertiría en el curso del cuarto trimestre. La tarifa telefónica también presenta noticias. El escenario base previo consideraba que en agosto entraría en vigencia el decreto tarifario publicado en mayo. Sin embargo, la aprobación por parte de la Contraloría General de la República ha demorado más de lo previsto, por lo que, en el escenario base de proyección, su entrada en vigencia se ha diferido para octubre.

Modelos alternativos indican una inflación menor para fines de año. Por un lado, la estimación del IPCX1 a través de un modelo de componentes señala una inflación del IPCX1 de 1,3% para fines de año y de 2,1% para el IPC. En base a las estimaciones de un VAR (Vector Autoregresivo), a diciembre la inflación del IPCX1 anual sería de 1,7% y la del IPC de 2,5%.

A continuación el Presidente señor Corbo, solicita al Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés, que presente las Opciones de Política Monetaria.

El señor Valdés señala lo siguiente:

1. En la reunión de política monetaria de julio, el Consejo decidió mantener la tasa de interés de política en 1,75% anual. Para ello se consideró, por una parte, que la actividad continuaba fortaleciéndose, con cifras especialmente positivas por el lado del comercio exterior y de la inversión, pero que el mercado laboral mostraba cierta debilidad. Por otra, que la inflación subyacente estaba aumentando gradualmente en una trayectoria similar a la prevista en el IPOM de mayo, aunque la inflación se ubicaba por encima, fruto del nivel y persistencia del precio del petróleo. Se estimó necesario acumular más información antes de iniciar el proceso de normalización de la política monetaria.



2. Desde la última reunión, las principales noticias son las siguientes:
  - Mientras la inflación subyacente IPCX1 estuvo en línea con lo esperado hace un mes (y en el IPOM de mayo), la inflación subyacente IPCX y la del IPC estuvieron marginalmente por encima de lo anticipado por la incidencia del mayor precio de los combustibles y de algunas tarifas reguladas.
  - En Estados Unidos de América se continúa asentando la idea de normalización pausada de la tasa de interés de política, tanto por nuevos datos de actividad y de empleo como por datos de inflación subyacente. En ese marco, los *spreads* de las economías emergentes han continuado disminuyendo.
  - El precio del petróleo ha seguido aumentando en las últimas semanas desde niveles cercanos a US\$ 36 por barril antes de la última reunión hasta US\$ 42 y más en los últimos días. El precio del cobre ha fluctuado en torno a US\$ 1,30 por libra en las últimas semanas.
  - Las condiciones monetarias en Chile han mantenido e incluso acrecentado su grado de expansividad. Ello se aprecia en los volúmenes de crédito y de colocaciones de acciones, los *spreads* de créditos hipotecarios y bonos de empresas, y en la expansión de los agregados monetarios. Desde la última reunión, considerando el promedio de los últimos tres días en cada caso, el tipo de cambio nominal (TCN) aumentó cerca de 1% mientras que el tipo de cambio real (TCR) lo hizo en 0,5%. Con ello, el TCR se ubica entre 4 y 5% por encima del valor de largo plazo considerado en el escenario base de proyecciones del último Informe de Política Monetaria de mayo.
  - Los indicadores de actividad y gasto muestran que el mayor crecimiento se afianza progresivamente, con lo que el crecimiento anual podría ubicarse en la mitad superior del rango 4,5-5,5%. Una vez más sobresalen el mayor gasto en inversión y el dinamismo del comercio exterior. En el mercado laboral, las cifras más recientes han sido positivas, a pesar del incremento de la tasa de desocupación. Con ello se fortalece el diagnóstico de que la debilidad advertida en los últimos meses sería transitoria y causada por vaivenes en el empleo por cuenta propia, sin implicancias evidentes sobre la dinámica del consumo. Aunque los indicadores de expectativas de consumidores han continuado disminuyendo, por ahora se mantiene la visión de que ello refleja principalmente el aumento del precio del petróleo y la disminución del ingreso disponible asociado.
  - Los indicadores de expectativas inflacionarias se han movido en su generalidad al alza y se ubican entre 2,3% y 3%, con la compensación inflacionaria a dos años en el rango inferior y las medidas a dos años basadas en encuestas en el rango superior.
3. Con los antecedentes acumulados, las opciones más plausibles para esta reunión son mantener la tasa de política monetaria en su nivel actual o aumentarla, posiblemente en una magnitud acotada, como 25 puntos base.
4. Al igual que el mes pasado, no parece haber argumentos para justificar una rebaja de la tasa de interés.
5. Es posible justificar la opción de aumentar la tasa de interés a partir del fortalecimiento de las perspectivas del progresivo cierre de holguras de capacidad en los próximos trimestres y del gradual aumento efectivo de la inflación desde los bajos niveles observados el primer trimestre. En su conjunto, y más allá del efecto que tendrá el alza del petróleo sobre la inflación del IPC y del IPCX, esta situación valida el gradual aumento esperado de la inflación subyacente en el horizonte de proyección. Este escenario de mayor crecimiento se apoya en distintos factores. Los datos efectivos de actividad y empleo -especialmente asalariados- han sido positivos. Las buenas condiciones externas se conservan, tanto en lo financiero como en lo real, a pesar del *shock* de precios del petróleo. El impulso macroeconómico interno incluso se ha acrecentado en lo más reciente, como lo revelan las condiciones monetarias y de crédito. En este cuadro podría ser innecesario e incluso





contraproducente prolongar el mercado estímulo monetario actual por las consecuencias que tendría un cierre más rápido de holguras sobre la inflación.

6. La opción de aumentar la tasa de interés también se apoya en la marcada diferencia entre la tasa de interés actual y las distintas estimaciones de la tasa neutral, que la ubican en un rango de 6% a 7% nominal. Los precios de mercado también consideran una trayectoria de alzas, aunque algo más pausada, mientras que distintas reglas de política para Chile ubican actualmente el nivel indicado para la tasa de interés real por encima de 1% (dado las brechas de actividad efectivas y la inflación proyectada). Como se ha analizado en otras ocasiones, es posible distribuir o dilatar un cambio del impulso monetario en el tiempo, a la espera de más antecedentes. Sin embargo, ello podría implicar una secuencia de alzas que se torna cada vez más pronunciada en caso de que no se den novedades que modifiquen el escenario base. Por cierto, si se prevé que aumentar la velocidad de este ajuste implícito no tendrá inconvenientes, se puede argumentar a favor de postergar ajustes en la tasa de interés.
7. También podría justificarse un alza de la tasa de política monetaria por la persistencia que han mostrado el tipo de cambio real y, especialmente, el precio del petróleo por encima de la senda prevista en el último ejercicio de proyecciones. De persistir esta situación, la inflación del IPC estará por encima de lo previsto durante los próximos meses. Sin embargo, dado el nivel que alcanza actualmente la inflación, antes de una acción de política por este motivo, podría esperarse a tener más información para precisar mejor la persistencia del shock y monitorear sus eventuales efectos inflacionarios de segunda vuelta y sobre las expectativas de inflación.
8. Por otra parte, se puede argumentar a favor de mantener la tasa de interés si se estima que todavía hace falta más información que consolide el escenario de progresivo cierre de holguras antes de iniciar el ciclo de normalización de la política monetaria. Ello podría ser más importante en el caso del mercado laboral, cuyas cifras todavía no permiten validar plenamente la hipótesis de que la debilidad fue un fenómeno estrictamente puntual. Esta opción toma preponderancia si se evalúa como relativamente costoso un escenario en que un alza de tasas no sea seguida de cerca por otros movimientos de este tipo.
9. También se puede argumentar a favor de mantener la tasa de interés -más precisamente postergar un aumento- a partir de consideraciones tácticas. En efecto, el mercado mayoritariamente espera que se mantenga la tasa de política monetaria en esta reunión y no se aprecian condiciones que hagan recomendable una sorpresa de política. Por lo tanto, se puede argüir que sería más adecuado preparar más al mercado para que perciba el inicio del proceso de normalización de la política monetaria como el paso natural tras la acumulación de antecedentes, incluida la propia comunicación del Banco Central. En este último caso el comunicado debería incluir referencias más explícitas a la proximidad del ciclo de normalización de la tasa de política monetaria gracias al escenario de progresivo fortalecimiento de la actividad y el gasto.

El Presidente, don Vittorio Corbo ofrece la palabra para comentarios.

En primer lugar interviene el Gerente de Investigación Económica, señor Klaus Schmidt-Hebbel, quien señala que ha sido un mes de noticias importantes, en comparación con meses anteriores en los cuales se tuvieron menos noticias y de intensidad menor.

Precisa que existe una serie de argumentos a favor de aumentar la tasa de política monetaria. Entre estos está la noticia de mejores condiciones internacionales, reflejadas en un mayor crecimiento de socios comerciales, un mayor precio del cobre y un menor spread soberano. En el plano interno se proyecta un crecimiento mayor que el previsto con anterioridad, con el consiguiente cierre de la brecha del producto en los siguientes doce a veinticuatro meses.



Una tercera noticia es que se ha afianzado el shock de petróleo y, asociado al menos parcialmente a este shock, una depreciación cambiaria moderada respecto de lo proyectado con anterioridad. Las simulaciones de equilibrio general, realizadas con el Modelo Estructural de Proyección, sugieren que en respuesta a un shock temporal del precio del petróleo (digamos por un trimestre), el Banco no debería alterar la tasa de política. Sin embargo, en respuesta a un shock del precio del petróleo más persistente, por ejemplo de una vida media de cinco trimestres y de una magnitud de 30%, el Banco debería subir la tasa en aproximadamente en 100 puntos base y por aproximadamente un año, más al comienzo y con reducciones ulteriores, debido a los efectos de segunda vuelta de este shock. Por lo tanto, la eventual respuesta de política depende crucialmente de la duración estimada del shock. Como resultado de este cambio de escenario entre el mes pasado y de las correspondientes correcciones al alza en los supuestos a mediano plazo para el tipo de cambio y los precios afectados por el alza del petróleo, se ha realizado una corrección muy sustancial en la proyección de corto plazo de la inflación, reflejada en el aumento de 1% en la proyección de la variación del IPC total a diciembre de 2004.

La cuarta noticia ha sido la importante recuperación en las expectativas de inflación, implícita en el diferencial de tasas nominales y en UF a dos años, en 50 puntos base, de 2% a 2,5% en los últimos 30 días. Otra noticia consiste en la nueva evidencia que muestra que de acuerdo con las ponderaciones históricas de los argumentos de las reglas de comportamiento de política del Banco (las cuales podemos creer o no que sean relevantes para el presente), la tasa de política monetaria nominal actual debería estar por encima de 4% nominal, si el Consejo se comportase como lo hizo en la historia de los últimos 10 – 12 años. Y una última noticia, indica, es la nueva evidencia sobre relajamiento de las condiciones monetarias.

Por otra parte, señala el Gerente de Investigación Económica, hay argumentos en contra del alza de la tasa de política. Primero, la velocidad de recuperación de la actividad doméstica aún no está plenamente afianzada, particularmente si se considera la pobre evolución del empleo no asalariado. Segundo, con una probabilidad muy alta, el precio del petróleo está muy alejado de su nivel de equilibrio de mediano plazo, lo que implica, con la misma probabilidad, reducciones importantes en el futuro, con los consiguientes efectos temporarios de menor inflación. En parte asociado a lo anterior, el tipo de cambio se estima que está 4% por encima de su nivel de equilibrio de mediano plazo, lo que implica una probable apreciación futura también. Finalmente cabe destacar la evolución negativa de algunos indicadores de confianza empresarial y de los consumidores.

Pesando los argumentos anteriores a favor y en contra de un cambio de tasa y su impacto sobre la evaluación proyectada de inflación y producto, se podría justificar una recomendación de alza en la tasa de política monetaria. Sin embargo, en su opinión, debido a la incertidumbre sobre la persistencia de algunos shocks, especialmente los del petróleo y del tipo de cambio y de empleo no asalariado, le llevan a sugerir y, muy marginalmente, a mantener la tasa en esta oportunidad. Sin embargo, si se mantienen las condiciones actuales, y con mayor fuerza si cambian en el margen hacia una mayor expansividad, sin ninguna duda correspondería considerar un alza en la siguiente reunión de política monetaria.

El Señor Gerente de División Estudios, don Rodrigo Valdés interviene para efectuar dos precisiones. Primero, las proyecciones de inflación de corto plazo que se analizaron, que por su plazo no son las más relevantes para la toma de decisiones, consideran un proceso de apreciación significativo, y una caída importante en el precio del petróleo. Por lo tanto no son proyecciones "Random Walk", con ese supuesto ellas serían mucho más altas.

Lo segundo, cree que es bueno tratar de separar las implicancias del shock petrolero sobre la política monetaria y las implicancias de las otras noticias que se están presentando. Podría suceder que la situación del petróleo se revierta, pero igual persistiría el caso para la normalización de la política monetaria si se considera que, la recuperación se consolidó. Por lo tanto no cree que es bueno tratar estas dos cosas sumándolas, sino que separándolas en el análisis porque pueden tener una implicancia diversa para la decisión de política.





El señor Gerente General, hace presente que quiere hacer un pequeño comentario sobre este punto. Cree que hay que tratar de imitar las cosas buenas de otros países, y en el caso del Presidente de la Reserva Federal de Estados Unidos de América, señor Greenspan, ha sido muy sorprendente lo que ha pasado en las últimas dos oportunidades en que ha subido la tasa, porque se preparó al mercado de una manera tal, o tan perfecta, que casi no nos dimos cuenta que se había subido la tasa.

Señala el señor Gerente General que piensa que en Chile el Banco sin duda que ha ido cambiando su forma de hacer política monetaria. Antiguamente, era un mérito sorprender al mercado. Ahora, aparentemente, eso no es así, al contrario, hay un objetivo de la máxima transparencia, y dentro de ese objetivo cree que hay una etapa que no debe saltarse, la cual es la preparación del mercado, y en ese sentido, hasta ahora no se ha hecho o si se hubiese hecho no se ha tenido éxito en preparar al mercado para un eventual aumento de tasa. Por eso cree ahora hay que iniciar esa primera etapa.

A continuación interviene el Ministro de Hacienda, señor Eyzaguirre, efectuando un primer comentario de tipo institucional. Cree que al comenzar un período en que todos más o menos intuyen, a menos que ocurran sorpresas del tipo de una desaceleración mundial o cosas de ese tipo, que más temprano o más tarde la tasa va a tener que tender a normalizarse, nos va a poner en una situación de particular stress. Lo anterior, habida cuenta que la ley de alguna forma encarga al Banco Central con una mayor claridad evitar el error de tipo 1, esto es, evitar postergar dicha normalización y pagar costos porque la inflación se dispare.

Agrega que la ley también provee algunos balances a esto, consistentes en la presencia del Ministro de Hacienda en las reuniones de política monetaria. Quiere recordar, que esta es una reunión en que legalmente el Gobierno participa, y cada uno tiene que cumplir su función. Cree que el sentido de dicha participación consiste, entre otros, en que la autoridad política, en este caso representada por el Ministro, trate de representar el riesgo del error tipo 2. La otra situación de balance, consiste en la asistencia del Consejo a la Comisión de Hacienda del Senado. Obviamente, y afortunadamente, tenemos una autoridad monetaria, una autoridad política y una autoridad parlamentaria que no desprecian el error tipo 1. Ustedes no por concentrarse en el error tipo 1 son insensibles al error tipo 2. Asimismo como nosotros, claramente, no por concentrarnos en el error tipo 2 somos insensibles al error tipo 1. Pero hay que reconocer que los matices están ligeramente más cargados hacia un error que hacia el otro y, por tanto, al Ministro le corresponde representar las preocupaciones o los riesgos del error tipo 2.

En ese sentido ve los siguientes temas. En primer lugar, el IPCX1, la variable preferentemente observada por este Banco, está en nivel de 0,6%. Que ella pudiera en el horizonte de proyección sobrepasar el 3% es todavía una mera conjetura, salvo que se fije a partir de intentar simular qué curso va a tomar la realidad futura, pero no es algo que se conozca. Ciertamente, indica, que es muy importante para estos efectos estar en todo momento vigilando lo que ocurre con las expectativas, si éstas están ancladas o no lo están, fundamentalmente por la eventualidad de efectos de segunda vuelta, el que todos prevemos como un evento posible ya que los indicadores de precios más sucios están con una mayor dinámica que los indicadores de precios más subyacentes. Sin embargo, hasta el momento observa que el nivel del IPCX1 está en 0,6% y que las expectativas aparecen firmemente ancladas tal como se observa en los premios por inflación implícitos en los papeles nominales cortos y largos: todos sistemáticamente están debajo de 3%. Por tanto, no se diría que estamos en una situación que alguien pudiera calificar de urgencia, simplemente lo somete al test de la simetría. Qué ocurriría si se estuviera con un nivel de 5,4%, el corolario del 0,6% hacia el otro lado, y las expectativas estuvieran todavía por arriba de 3%. Esto frente a una economía que está con una velocidad plana o está desacelerando moderadamente. Cree que sería realmente muy difícil justificar una baja de tasa.



Seguidamente, respecto del punto de vista del tema internacional, es cierto, y como bien dijo el Gerente General, don Camilo Carrasco, que Alan Greenspan preparó muy bien al mercado, pero no es menos cierto que han aparecido nuevas inquietudes, quizás agravadas por el ciclo político, de una reiniciación en Estados Unidos de una recuperación sin creación de empleos a la luz de los últimos datos de empleo, los que han sido negativos. Tampoco deja de ser cierto que el petróleo tiene un efecto posiblemente contractivo sobre dicha economía. Por tanto, incluso la reciente alza de 25 puntos base en Estados Unidos de América tiene algunos detractores. Cabe señalar que la posición cíclica de Estados Unidos de América está mucho más avanzada que la chilena, y que todavía el nivel de la tasa en Estados Unidos de América está por debajo del chileno.

En tercer lugar, no podemos minimizar el efecto contractivo doméstico sobre actividad que tiene el precio del petróleo, tanto por el lado de las expectativas como por el lado del shock de costo.

En cuarto lugar, mi hipótesis nula es que la magnitud de la brecha es mayor a la estimada, basado en que históricamente durante los ciclos contractivos los cálculos hechos en tiempo real del producto potencial han tendido a subestimar el nivel estimado ex post. No obstante, no puedo descartar que aunque esté de acuerdo en que la brecha se está cerrando, probablemente lo está haciendo a una velocidad menor.

Por todo lo anterior, no es completamente descartable que si una cierta combinación de eventos ocurre, el adelantar el proceso de normalización de políticas pudiera, en el extremo, producir un freno a la recuperación. Ese problema existe y, por tanto, creo que no podemos subestimarlos. Ese es un extremo. El otro es que crezcamos menos de lo que podríamos crecer respetando plenamente el objetivo de inflación.

Por último, respecto al sentimiento que estamos en un ambiente correspondiente a una política monetaria ultra expansiva, creo que eso es cierto cuando uno lo compara con la historia de Chile, pero no es cierto cuando uno lo compara con lo que ocurre a nivel internacional hoy día. En efecto, estima, por ejemplo, que un comparador que para nosotros es muy relevante son los ocho países emergentes del Asia, sacando China e India, pero que también los podemos incluir y no vamos a tener condiciones muy distintas. De esos ocho países, salvo Indonesia que tiene una inflación sobre el 7%, siete están creciendo más rápido que Chile. Los siete tienen una tasa de interés real más baja, y cuatro de ellos una tasa de interés nominal más baja. Por tanto, realmente parece difícil sentir que nuestra política está particularmente desalineada cuando uno la compara con esa referencia.

El Presidente, señor Vittorio Corbo, indica que antes de pasar a la presentación de cada uno de los Consejeros, quiere agregar dos aspectos. El primero, que el Banco ha tratado de no sorprender al mercado, lo que aumenta la efectividad de su política y la hace transparente y, en segundo lugar, cree como bien lo ha planteado el señor Ministro, al inicio, que si la economía sigue en el curso en que estamos, no hay duda que en algún momento la política monetaria expansiva tiene a normalizarse. Estima que ese momento de normalización estaría más cerca ahora que lo que estaba antes.

El Consejero señor Marfán, manifiesta que primero que nada quiere agradecer al staff por su análisis, como siempre ha estado muy acertado y las opciones que han presentado en esta ocasión son su juicio las correctas.

Los distintos indicadores de inflación se acercan al rango meta del Banco. La actividad y la demanda interna están creciendo a un ritmo consistente con el cierre paulatino de la brecha de capacidad productiva, la que constituye la variable clave para predecir las presiones de demanda sobre la inflación. Se constata asimismo el escenario de riesgo del último IPOM respecto de un precio internacional del petróleo más elevado, aunque los términos de intercambio siguen siendo favorables.





Finalmente, la Reserva Federal ha elevado ya dos veces la tasa de los fondos federales y se espera que lo siga haciendo a un ritmo relativamente pausado a futuro.

Todo esto apunta o indica que estamos cerca de iniciar la normalización de la tasa de política monetaria hacia una instancia menos expansiva que la actual.

Con todo, señala que es su convicción que resulta prematuro iniciar ese proceso en esta reunión. Hay un grado razonable de duda, respecto de si la reactivación económica es o no lo suficientemente fuerte.

Las recientes cifras de empleo y de las encuestas de expectativas económicas, tienen una interpretación ambigua. El mayor precio del petróleo, en tanto, si bien constituye un shock de oferta, también constituye un shock de demanda contractivo.

Bajo la hipótesis de que fuera conveniente elevar la tasa de política monetaria en esta oportunidad, y el Consejo decidiera mantenerla, el costo a pagar por equivocarse sería elevar más aceleradamente esa tasa en las próximas reuniones de política monetaria, con el propósito de cumplir con la meta de inflación en el horizonte habitual de 24 meses.

El empinamiento de esa trayectoria de tasas no sería muy pronunciado, ya que las cifras de inflación actuales siguen presentando una holgura relativa.

Bajo la hipótesis contraria, es decir, si fuera conveniente mantener la tasa de política monetaria en esta oportunidad y el Consejo decidiera elevarla, el costo de equivocarse sería mayor que el caso anterior. En efecto, se correría el riesgo de abortar la reactivación en marcha, con el agravante de poner en riesgo la credibilidad de la política monetaria. Esto es especialmente cierto dados los sucesivos episodios de reactivación frustrada de los últimos años.

En consecuencia, estima que resulta conveniente confirmar a través de las próximas cifras de ocupación y de expectativas entre otras, que la economía chilena está efectivamente embarcada en una trayectoria de reactivación franca y segura, de manera que la normalización de las tasas de interés acompañe la normalización del resto de las variables económicas.

Por las razones expuestas vota por mantener la tasa de política monetaria al nivel actual de 1,75%.

El Consejero señor Jorge Desormeaux, señala que desde la última reunión, tal como lo acaba de señalar el Consejero Marfán, se han visto algunos desarrollos importantes como la aceleración del IPC y la inflación subyacente, lo que coincide con un mayor precio de los combustibles, a medida que se ha consolidado ese escenario de riesgo que consideraba nuestro Informe de Política Monetaria de mayo. De hecho estamos proyectando en este momento una inflación que bordea el 3% en diciembre, algo que parecía muy lejano algunos meses atrás.

Otro desarrollo importante que también se ha destacado, es que los Estados Unidos de América ha comenzado la normalización de su tasa de política monetaria y eso ha tenido impacto sobre el tipo de cambio en la economía interna, que hoy día observa un tipo de cambio real que está por encima de valores que nosotros proyectábamos para esta época.

Paralelamente el crecimiento se consolida y acelera y más aún, podríamos pretender que se ubique en la parte alta de nuestro rango de crecimiento previsto para este año.

Frente a ello, hay dos desarrollos que van en una dirección un poco distinta como el hecho de que el mercado laboral siga mostrando una cierta debilidad, algo que también se aprecia en la confianza de los consumidores.



Indica que ante eso, un elemento tranquilizador es ciertamente que las expectativas inflacionarias convergen al centro del rango meta y parecen firmemente ancladas. Esto nos da un espacio para tomar la decisión que tenemos que adoptar hoy.

A la luz de estos antecedentes, la opción de aumentar tiene más fundamentos que en ocasiones anteriores, y de postergarse el inicio del proceso de normalización de tasas, la Gerencia de División Estudios plantea que se corre el riesgo de tener que hacer un ajuste más rápido de la política monetaria a futuro. Esto es significativo porque estamos partiendo de un nivel de estímulo monetario relativamente importante, por cierto el más alto que ha tenido nuestro país en la historia. Es así aunque la historia de este país tal vez no es el parámetro más adecuado, como se ha señalado, pero en todo caso es un antecedente.

Por otro lado es cierto que los elementos que están generando esta aceleración de la inflación son fundamentalmente shocks de oferta, que son efectos por una sola vez, y esto está ocurriendo en un contexto de expectativas inflacionarias fuertemente asentadas. A esto se suma el hecho, también señalado acá, de que el mercado hoy día no espera un aumento de tasas de interés.

Agrega el señor Desormeaux, que también señala la Gerencia de División Estudios un elemento importante y es que tenemos que tratar de evitar el riesgo de una partida falsa. Esto nos ocurrió el año 2000 y ciertamente que tenemos que estar muy seguros cuando el Banco Central inicie el proceso de normalización de tasas para que esto no se repita. Pero no cabe ninguna duda que el momento para iniciar la normalización de la política monetaria está cada vez más próximo.

Por ello, apoya la propuesta de la Gerencia de División Estudios en orden a mantener la tasa de política monetaria en esta reunión pero, al mismo tiempo, también apoya la propuesta de anticiparle al mercado que está próximo el inicio del proceso de normalización de la tasa de política monetaria, gracias al progresivo fortalecimiento de la actividad y el gasto, de manera que no tengamos esta limitación en el futuro. Cree además, que la preparación del Informe de Política Monetaria de septiembre va a dar una oportunidad para evaluar con mucho más profundidad el momento ideal para iniciar la normalización de la tasa de interés, contando con una proyección de inflación de mediano plazo en que se expliciten todos los supuestos relevantes, de modo que podamos evaluar también todos los riesgos asociados.

Por las razones expuestas, vota por mantener la Tasa de Política Monetaria al nivel actual de 1,75%.

La Consejera señora María Elena Ovalle, señala que el panorama internacional que enfrenta la economía sigue mostrándose favorable. La proyección de crecimiento de 5% para la economía mundial se mantiene, pese al incremento del precio del petróleo y las correcciones a la baja en el crecimiento de Estados Unidos de América y China. Lo anterior, en un contexto sin presiones inflacionarias externas adicionales y con un entorno financiero que continúa favorable, no obstante el nuevo aumento de 25 puntos base en la tasa rectora de Estados Unidos de América.

En el plano local, la actividad sigue mostrando un ritmo de expansión en 12 meses en torno al 5%, aunque al igual que en la reunión pasada, las expectativas de los agentes y el mercado laboral continúan mostrando un comportamiento algo más débil que lo deseado en esta parte del ciclo. Sin embargo, con la creación de 7 mil puestos de trabajos respecto al trimestre móvil inmediatamente anterior, se comienzan a percibir algunos signos de recuperación.





Junto a esto, el IPC y el IPCX estuvieron marginalmente por sobre lo esperado en la reunión pasada. Ello se debe en parte al impacto de mayores precios en los combustibles, en algunas tarifas reguladas, y en la persistencia del tipo de cambio real y del precio del petróleo, en valores por encima de los considerados en nuestras proyecciones. Esto sumado al progresivo cierre en las brechas de capacidad, configuran un escenario en que se debiera esperar la convergencia al centro del rango meta en un horizonte más cercano al previsto en el último Informe de Política Monetaria.

Por todo lo anterior, ve en esta oportunidad más elementos que debieran llevar a una pronta normalización del actual impulso monetario. Sin embargo, cree importante en esta ocasión, esperar por más antecedentes para determinar mejor la temporalidad de los altos valores del precio del petróleo y tipo de cambio. Asimismo, como dijo anteriormente, la desocupación es alta, los indicadores de confianza aún no se recuperan, las diversas medidas de expectativas inflacionarias permanecen ancladas a nuestro objetivo de política y el mercado no espera cambios en esta reunión. Coincide con lo planteado por la Gerencia de División Estudios, en que se debe preparar más al mercado para que perciba el inicio del proceso de normalización de la política monetaria. A base de estos antecedentes, está por mantener la tasa de política monetaria en 1.75%, por lo cual su votación es en tal sentido.

El Consejero señor José De Gregorio, expresa que si bien han ocurrido algunos desarrollos importantes en la economía, cree que ha habido pocas sorpresas durante el último mes. La actividad sigue la evolución esperada y más bien en el lado positivo. La inversión se recupera algo más rápido de lo esperado y es probable que el crecimiento para este año se ubique algo por encima de lo que esperábamos hace unos meses atrás, aunque aún dentro del rango del último Informe de Política Monetaria. Las únicas señales de mayor cautela vienen por el lado del desempleo, aunque aún la evidencia es poco definitiva. Por el lado de la inflación, ésta se comienza a acercar a velocidades consistentes con el centro del rango meta, sin presentar cambios importantes respecto a las proyecciones del Banco Central de Chile, aunque el precio del petróleo sigue siendo el origen de mayor preocupación y desviaciones de lo previsto, tanto en el ambiente externo como interno no existen incertidumbres significativas que nos hagan cambiar nuestra visión de los trimestres que vienen. En el ambiente internacional, como se esperaba la Reserva Federal ha estado aumentando las tasas de interés, es decir los riesgos están más bien acotados.

En este escenario, a diferencia de lo ocurrido en reuniones pasadas, no se puede descartar de plano un alza de tasas de interés. Tal como se ha señalado en oportunidades anteriores, la política monetaria debiera reducir gradualmente su expansividad para aproximarse a niveles más neutrales y esto debería estar ocurriendo en algún momento de este segundo semestre. Aunque no haya cambios en nuestras proyecciones el solo paso del tiempo debiera aproximarnos a proyecciones de la inflación que empiecen a subir por encima del centro del rango meta. Sin embargo, cree que este no es el momento para subir tasas. En primer lugar más allá de la magnitud de los cambios de tasas, un cambio de signo de la política monetaria representa una señal de política de primera importancia. Es de esperar que ocurra a continuación de un proceso gradual de alza de tasas y por lo tanto hay que estar muy seguros cuando comienza dicho proceso. El subir la tasa de interés no significa que la tasa seguirá subiendo, pero que será lo más probable.

Como ha señalado anteriormente, un cambio de signo de la política monetaria que se aborta al corto plazo, partida falsa como señalara el Sr. Rodrigo Valdés, representa una señal confusa. Puede haber buenos argumentos para ello, pero es preferible gradualidad y pocos cambios de sentido en la política monetaria.

En segundo lugar el mercado no lo está esperando y por lo tanto un alza de tasa representaría una sorpresa y algo que el mercado observaría con preocupación tratando de leer qué información tiene el Banco distinta de ellos que le habría llevado a tomar dicha decisión. La verdad es que no existe ninguna información especial. Por ello, cree que, sin comprometerse a subir tasas en la próxima reunión, se debería ir comunicando que esto puede suceder en los meses que vienen, en el contexto del compromiso con la meta de inflación en una visión de 24 meses. Esta sola señal, será la primera medida para ir quitando



algo de impulso a la política monetaria, la que ciertamente seguirá siendo muy expansiva. Por lo anterior, cree que es prudente mantener la tasa, y por lo tanto vota en tal sentido.

El Presidente señor Vittorio Corbo estima que el Informe del staff describe muy bien la disyuntiva en que nos encontramos y cuales son las opciones de política que existen por delante.

El alto crecimiento de la economía mundial se consolida con un cambio en el dinamismo al interior de los países industriales. Estados Unidos y China se desaceleran en el margen, mientras que el crecimiento de Japón y la Unión Europea remonta por encima de lo que se esperaba hace unos meses.

Asociado al alto crecimiento de la economía mundial se observan también altos precios de productos primarios, en particular el petróleo y el cobre. La economía interna continúa tomando dinamismo impulsada por una política monetaria expansiva, y la consolidación de un muy buen entorno externo. De hecho el crecimiento de la actividad supera al anticipado.

Por el lado de la demanda interna, destaca el fuerte dinamismo que muestra la inversión en maquinaria y equipos y la fortaleza en el crecimiento del consumo, a pesar del deterioro en el margen de las expectativas de los consumidores.

Aún así, el avance en el cierre de la brecha de productos y el alza en los precios del combustible, adelantan la convergencia de la inflación hacia el centro del rango meta.

En estas circunstancias, con una tasa de instancia muy por debajo de su nivel neutral, y con la consolidación de la brecha de producto, se corre el riesgo que la inflación se aleje significativamente del rango meta, en un horizonte de 12 a 24 meses.

Por lo anterior, de continuar estos desarrollos, y para que esta expansión continúe, lo más adecuado sería comenzar a reducir el pronunciado estímulo monetario en forma gradual. Sin embargo, antes de moverse en esta dirección, se requiere una confirmación de la permanencia de los altos precios del petróleo, y del cuadro de crecimiento que hemos estado observando últimamente.

Por lo anterior, señala que su voto es por mantener la tasa en su nivel actual.

En mérito de lo anterior, el Consejo, por la unanimidad de sus miembros, adopta el siguiente Acuerdo:

#### 66-01-040812 – Tasa de Política Monetaria.

Se acuerda mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual. Los tramos de la línea de crédito de liquidez se mantienen también en 1,75% anual.

Se retira de la Sesión el señor Ministro de Hacienda, señor Nicolás Eyzaguirre Guzmán y la Asesora Macroeconómica del Ministerio de Hacienda, señora Bernardita Piedrabuena Keymer.

### III. Comunicado

“En su reunión mensual de política monetaria, el Consejo del Banco Central resolvió, por unanimidad, mantener la tasa de interés de política monetaria en 1,75% anual.





La incidencia del mayor precio de los combustibles probablemente eleve la inflación del IPC hacia 3% antes de lo previsto en el último Informe de Política Monetaria. Sin embargo, las medidas de inflación subyacente IPCX e IPCX1 (que excluyen algunos bienes cuyos precios son más volátiles) convergen al rango meta de 2 a 4% al ritmo esperado. Los positivos indicadores de actividad refuerzan el panorama de progresivo cierre de holguras de capacidad. En particular, la inversión y el comercio exterior han continuado mostrando mayor dinamismo que el esperado. En tanto, la información más reciente del mercado laboral sugiere que se ha atenuado en parte la debilidad observada en los dos meses anteriores.

A la luz de estos antecedentes, el Consejo estima que se acerca el momento en que será necesario reducir el marcado estímulo monetario, de manera de compatibilizar el mayor dinamismo económico con una trayectoria esperada para la inflación en 3% anual en el horizonte habitual de política de 12 a 24 meses. En cualquier caso, reitera que se mantendrá atento para ajustar oportunamente la política monetaria de manera de confrontar las desviaciones que se proyecten respecto de la trayectoria esperada de la inflación en relación con la meta establecida."

El Consejo aprueba el texto del Comunicado. Se levanta la Sesión a las 18,00 horas.

JOSÉ DE GREGORIO REBECO  
Vicepresidente

VITTORIO CORBO LIOI  
Presidente

JORGE DESORMEAUX JIMÉNEZ  
Consejero

MARÍA ELENA OVALLE MOLINA  
Consejera

NICOLÁS EYZAGUIRRE GUZMÁN  
Ministro de Hacienda

MANUEL MARFÁN LEWIS  
Consejero

JUAN ESTEBAN LAVAL ZALDÍVAR  
Ministro de Fe (S)

4