

**Gemines**<sup>®</sup>  
CONSULTORES



## INFORME GEMINES N°525

JUNIO 2024

### COORDINADOR GENERAL

Alejandro Fernández Beroš

### GERENCIA GENERAL

Tomás Izquierdo Silva

### CONSEJO TÉCNICO

Tomás Izquierdo S.

Jean Paul Passicot G.

Guido Romo C.

# ÍNDICE

<b>ÍNDICE</b> .....	<b>2</b>
<b>DESTACAMOS</b> .....	<b>3</b>
<b>1.- PANORAMA GENERAL: LA INFLACIÓN SIGUE AL ACECHO</b> .....	<b>5</b>
<b>2.- COYUNTURA NACIONAL</b> .....	<b>8</b>
2.1    TEMA ESPECIAL: LAS LECCIONES DE LA INFLACIÓN.....	8
2.2    CUENTAS EXTERNAS Y TIPO DE CAMBIO: RECOGIENDO UN MEJOR ESCENARIO ECONÓMICO .....	11
2.3    ACTIVIDAD Y GASTO: UNA RECUPERACIÓN DISPAREJA .....	12
2.4    EMPLEO Y REMUNERACIONES: RECUPERACIÓN SUAVE PERO SOSTENIDA.....	14
2.5    INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: PRUDENCIA .....	16

# INFORME GEMINES

N°525

## DESTACAMOS

### Panorama General

- La evolución de la inflación y, especialmente, su versión sin volátiles están muy lejos de comportarse de una manera que justifique terminar con la política monetaria contractiva vigente o, incluso, seguir bajando agresivamente la TPM desde el 6% actual. Específicamente, para la reunión de la próxima semana, el Banco Central debería evaluar la posibilidad de bajar la TPM en 25 pb o mantenerla en 6% con un mensaje cauteloso, (Pág. N°5).
- Todo indica que el promedio del tipo de cambio observado de junio será más alto que el de todos los meses de 2023, con la excepción, por poco, de octubre, cuando alcanzó a \$926. El tipo de cambio real, por su parte, sigue notablemente alto a pesar del precio del cobre. La conclusión de este análisis es que aunque lo lógico y probable es que la tendencia alcista del precio del cobre debiera impulsar un fortalecimiento del peso, ello no está garantizado y, en parte, que esto suceda depende de lo haga y los mensajes que transmita el Banco Central, (Pág. N°6).
- La conclusión es que el Banco Central no puede apurar la normalización de la política monetaria sin tener muy buenas razones para hacerlo, especialmente en un escenario en que la política fiscal también exhibe un sesgo expansivo importante. Todo apunta a que será posible bajar la TPM respecto de su nivel actual en los próximos meses, pero ello debe hacerse con prudencia y, probablemente, significa que seguirá sobre 5% al terminar el año, (Pág. N°7).

### Coyuntura Nacional

- La inflación se produce cuando la demanda agregada supera la oferta agregada. La fuente de la demanda no es difícil de encontrar: en respuesta a las perturbaciones de la pandemia, el gobierno estadounidense envió alrededor de 5 billones de dólares en cheques a personas y empresas, 3 billones de dólares de ellos en dinero recién impreso, que no deben ser reembolsados por los receptores. Otros países implementaron expansiones fiscales similares y cosecharon inflación en proporción, (Pág. N°8).
- Pero en qué medida la inflación provino de la demanda, inducida por una política fiscal o monetaria más laxa, versus una oferta reducida, importa poco para la lección básica. La inflación nos obliga a afrontar el hecho de que la "oferta", la capacidad productiva de la economía, es mucho más limitada de lo que la mayoría de la gente pensaba anteriormente. Los mantras de la década de 2010 –"estancamiento secular", "teoría monetaria moderna", "estímulo"- que predicaban que la prosperidad sólo necesitaba que el gobierno pidiera prestado o imprimiera una enorme cantidad de dinero y repartirlo, están en el tacho de la basura, (Pág. N°8).

- La opinión de que existe una demanda ilimitada de deuda pública, con palabras de moda como “exceso de ahorro” o “escasez de activos seguros”, ha resultado igualmente falsa. Estados Unidos, el Reino Unido y Europa parecen poder endeudarse alrededor del 100 % del PIB. Una mayor deuda genera tasas de interés más altas, problemas para endeudarse e inflación, ya que la gente intenta gastar la deuda adicional en lugar de conservarla como una buena inversión, (Pág. N°9).
- El tipo de cambio debería experimentar ajustes adicionales a la baja en la segunda mitad del año, en la medida que se vaya concretando el escenario económico-político, tanto interno como externo, que esperamos para el segundo semestre, (Pág. N°11).
- Si bien es factible que el presente año se alcance un crecimiento cercano al 3 %, es relevante destacar que ello se conseguiría a partir de una recuperación parcial del consumo privado y del crecimiento del gasto de gobierno. La inversión volverá a caer, comprometiendo el crecimiento potencial para el próximo año, (Pág. N°12).
- El mercado laboral registra una recuperación sostenida, tanto en el empleo como en las remuneraciones reales. Ello es central en el mejor desempeño esperado para el consumo de los hogares durante el presente año, (Pág. N°14).
- Es importante que en esta última etapa del camino para encausar la inflación al objetivo, nuestra autoridad sea extremadamente cauta, tanto en las decisiones de política monetaria como en sus comunicados, (Pág. N°16).

## 1.- PANORAMA GENERAL: LA INFLACIÓN SIGUE AL ACECHO

Luego de bajar sorpresivamente hasta 3,9% en diciembre pasado, la inflación se ha mantenido volátil, pero en general, sobre el 4%, escenario que se mantendrá con altibajos hasta fin de año cuando, probablemente, su ubique en torno a la misma cifra o algo más. Es decir, durante todo el año 2024 no se habrá avanzado nada en materia de inflación y habrá que esperar hasta 2025 para que retorne a fluctuar en torno a la meta de 3%. Esta relativa cercanía con la meta del Banco Central ha llevado a algunos analistas a seguir anticipando bajas relativamente agresivas en la TPM que la situarían bajo el 5% a fines de año. En mi opinión esta es una lectura errada de la coyuntura toda vez que los riesgos sobre la evolución de la inflación con un sesgo alcista siguen vigentes y se le está dando excesiva importancia al anclaje de las expectativas de inflación en torno a la meta, algo que puede cambiar con bastante rapidez si la evaluación del escenario se modifica.

Por una parte, hay que recordar que la inflación ha tendido a superar las expectativas del mercado todos los meses, hasta ahora, de este año, pero más importante aún, la inflación sin volátiles ha sido extraordinariamente elevada, con un promedio y una mediana de 0,6% entre enero y mayo, lo que equivale a 7,6% anualizado y exhibiendo una aceleración importante desde comienzos de año. Dicho de otra manera, la evolución de la inflación y, especialmente, su versión sin volátiles están muy lejos de comportarse de una manera que justifique terminar con la política monetaria contractiva vigente o, incluso, seguir bajando agresivamente la TPM desde el 6% actual. Específicamente, para la reunión de la próxima semana, el Banco Central debería evaluar la posibilidad de bajar la TPM en 25 pb o mantenerla en 6% con un mensaje cauteloso.

Por otro lado, una cosa es como se ha comportado la inflación hasta ahora y otra como podría evolucionar en el futuro próximo, específicamente: podría empeorar. Sabemos que ya es un hecho que el congelamiento de las tarifas eléctricas está por terminar y que se producirá uno o dos aumentos importantes hasta fin de año y uno más en 2025. Se podrá argumentar que estos ajustes no son propiamente inflación, pero en una economía indexada, la difusión del efecto de este tipo de alzas puede ser importante.

Adicionalmente, los precios internacionales de los alimentos dejaron de bajar y están subiendo nuevamente. Ya van tres meses consecutivos de alzas en el índice de precios de alimentos de la FAO y los precios de la división de alimentación del IPC aún no reflejan completamente los efectos de la devaluación del peso desde el segundo semestre del año pasado ni tampoco las alzas de precios internacionales recientes. Los precios de los combustibles han ayudado y pueden hacerlo algo más, pero su efecto favorable sobre el IPC futuro es acotado. El costo de los fletes, por otro lado, apunta en la dirección contraria, aunque con impacto más acotado aún.

Después está el efecto de la devaluación del peso sobre los transables en general. Se menciona el efecto del precio del cobre sobre el tipo de cambio como un factor que ejercerá una influencia positiva sobre la inflación. Esto es cierto, pero es discutible cuanto de la presión alcista anterior del tipo de cambio ya se ha reflejado en los precios al consumidor. Soy de los que está convencido que, en promedio, el cobre seguirá subiendo de precio en 2025 y ejercerá un efecto positivo sobre el valor del peso. Sin embargo, no puede ignorarse la extraordinaria debilidad de nuestra moneda que, a pesar de un alza que, dependiendo como se mida, supera el 20% en pocos meses, sigue notablemente devaluada y, por ejemplo, el promedio de lo que llevamos de junio no es significativamente diferente del observado en enero, cuando el precio era 70 centavos la libra más bajo. Más aún, todo indica que el promedio del tipo de cambio observado de junio será más alto que el de todos los meses de 2023, con la excepción, por poco, de octubre, cuando alcanzó a \$926. El tipo de cambio real, por su parte, sigue notablemente alto a pesar del precio del cobre. La conclusión de este análisis es que aunque lo lógico y probable es que la tendencia alcista del precio del cobre debiera impulsar un fortalecimiento del peso, ello no está garantizado y, en parte, que esto suceda depende de lo haga y los mensajes que transmita el Banco Central.

Relacionado con lo anterior es el comportamiento de la Reserva Federal que, aunque enfrenta una economía que lenta y gradualmente se enfría, no da señales de estar dispuesta a bajar la tasa rectora de la política monetaria y, probablemente, no lo hará antes de septiembre y, no sería raro, que espere hasta diciembre. Si bien en épocas mejores el Banco Central de Chile era capaz de ignorar, dentro de ciertos límites, las decisiones y mensajes de la Reserva Federal, con la economía estructuralmente débil que tenemos ahora, no puede darse ese lujo y tiene que condicionar, hasta cierto punto, sus decisiones de política monetaria a lo que se decida en el país del norte, particularmente ahora en que el nivel absoluto de ambas tasas tiende a asemejarse bastante. La discusión respecto de cuál es el verdadero nivel neutral de la TPM también influye sobre lo anterior. Específicamente, parece que 4% es muy bajo considerando la nueva realidad nacional e internacional actual.

Por último, no puede ignorarse el papel de la demanda interna sobre la inflación. Es cierto que ésta se encuentra todavía muy deprimida luego del profundo ajuste del segundo semestre de 2022 y de 2023. Sin embargo, la evidencia de cuentas nacionales muestra que el gasto en consumo se ha estabilizado y exhibe una incipiente recuperación en el caso de los bienes no durables y los servicios. Tal como se desprende del Informe de Percepción de Negocios, hay aumentos de costos que no se han traspasado a los precios finales, pero con las condiciones de demanda cambiando ello podría ocurrir en los próximos meses o 2025.

La conclusión es que el Banco Central no puede apurar la normalización de la política monetaria sin tener muy buenas razones para hacerlo, especialmente en un escenario en que la política fiscal también exhibe un sesgo expansivo importante. Todo apunta a que será posible bajar la TPM respecto de su nivel actual en los próximos meses, pero ello debe hacerse con prudencia y, probablemente, significa que seguirá sobre 5% al terminar el año.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

## 2.- COYUNTURA NACIONAL

### 2.1 TEMA ESPECIAL: LAS LECCIONES DE LA INFLACIÓN<sup>1</sup>

El inesperado resurgimiento de la inflación es una bofetada que nos dice que las ideas de consenso sobre política económica están equivocadas y deben cambiar. Afortunadamente, las “nuevas” ideas que necesitamos están bien probadas y guardadas en el estante.

La inflación se produce cuando la demanda agregada supera la oferta agregada. La fuente de la demanda no es difícil de encontrar: en respuesta a las perturbaciones de la pandemia, el gobierno estadounidense envió alrededor de 5 billones de dólares en cheques a personas y empresas, 3 billones de dólares de ellos en dinero recién impreso, que no deben ser reembolsados por los receptores. Otros países implementaron expansiones fiscales similares y cosecharon inflación en proporción. La oferta es más polémica. La oferta se redujo durante la pandemia. Pero la inflación se disparó después de que la pandemia había esencialmente concluido, y muchas industrias con “shock de oferta” estaban produciendo tanto como antes, pero no podían satisfacer la demanda.

Pero ¿en qué medida la inflación provino de la demanda, inducida por una política fiscal o monetaria más laxa, versus una oferta reducida, importa poco para la lección básica? La inflación nos obliga a afrontar el hecho de que la “oferta”, la capacidad productiva de la economía, es mucho más limitada de lo que la mayoría de la gente pensaba anteriormente. Los mantras de la década de 2010 –“estancamiento secular”, “teoría monetaria moderna”, “estímulo”- que predicaban que la prosperidad sólo necesitaba que el gobierno pidiera prestado o imprimiera una enorme cantidad de dinero y repartirlo, están en el tacho de la basura. Tú lo pediste. Lo intentamos. Tenemos inflación, no auge.

Una economía con oferta limitada requiere políticas orientadas a la oferta, no estímulos, para crecer. Los “empleos” ahora son un costo, no un beneficio. Con un desempleo del 3,7 % en Estados Unidos, cada trabajador empleado en un proyecto de trabajo es alguien que no hace algo muy importante. Las regulaciones hacen que construir viviendas sea demasiado costoso y requiera mucho tiempo. Un sistema de inmigración coherente atrae personas que trabajan, producen y pagan impuestos. Necesitamos infraestructura pública, pero su obscuro costo excesivo es una ratonera que ya no podemos permitirnos. Los aranceles que nos obligan a pagar de más por cosas que los extranjeros pueden producir mejor no son más que una carga para la economía. Las políticas centradas en quién obtiene qué ahora deben centrarse en los incentivos, que son la clave del crecimiento.

---

<sup>1</sup> Artículo de John Cochrane publicado en Finanzas y Desarrollo del FMI en marzo 2024.



## El cáncer del estancamiento

El estancamiento es el cáncer económico silenciosamente insidioso de nuestra era. El crecimiento de Estados Unidos cayó a la mitad después de 2000. Europa y el Reino Unido se están estancando incluso más. Italia no ha crecido en términos per cápita desde 2007. Reavivar el crecimiento a largo plazo supera cualquier otra política. Sólo la de oferta, eficiencia, productividad y política orientada a incentivos puede reactivar el crecimiento a largo plazo.

La opinión de que existe una demanda ilimitada de deuda pública, con palabras de moda como "exceso de ahorro" o "escasez de activos seguros", ha resultado igualmente falsa. Estados Unidos, el Reino Unido y Europa parecen poder endeudarse alrededor del 100 % del PIB. Una mayor deuda genera tasas de interés más altas, problemas para endeudarse e inflación, ya que la gente intenta gastar la deuda adicional en lugar de conservarla como una buena inversión.

De ahora en adelante, los gobiernos deben gastar dinero como si tuvieran que aumentar los impuestos para pagarlo, ahora o más adelante. Las proyecciones de que la deuda crecerá serenamente hasta el 200 % del PIB con déficits primarios que eternamente oscilan entre el 5 y el 10 % del PIB simplemente no se harán realidad.

Peor aún, hemos perdido nuestra capacidad fiscal para reaccionar ante las crisis. Si la respuesta a la pandemia de 5 billones de dólares supuso más deuda de la que la gente podría tener y provocó inflación, la respuesta de 10 billones de dólares a la próxima crisis enfrentará aún más problemas.

Nuestra izquierda quiere gastar billones de dólares en subsidios climáticos ineficaces en términos de costos, como los coches eléctricos de gran tamaño construidos en Estados Unidos, por sindicatos y con piezas estadounidenses. Nuestra derecha quiere gastar billones de dólares en protección y subsidios industriales en una búsqueda vana (e imprudente) de recuperar la industria manufacturera de los años cincuenta. La política industrial hará con los chips lo que la Ley Jones (la Ley de la Marina Mercante de 1920) hizo con el transporte marítimo. Ahora que el dinero ya no es gratuito, sólo podemos permitirnos gastos que realmente funcionen.

## Las lecciones de la inflación

Esta inflación tiene dos lecciones profundas para la política monetaria y financiera. En primer lugar, los bancos centrales no controlan por completo la inflación. El control de la inflación también necesita probidad fiscal. En segundo lugar, la explosión fiscal fue en parte un rescate financiero, que incluyó apoyo a la deuda del Tesoro, municipal y corporativa, fondos del mercado monetario, aerolíneas y otros. La promesa central de “no más rescates” de la reforma financiera Dodd-Frank fracasó. En mi opinión, otras 100.000 regulaciones volverán a fracasar y la única respuesta es la simple visión clásica de la banca financiada con capital.

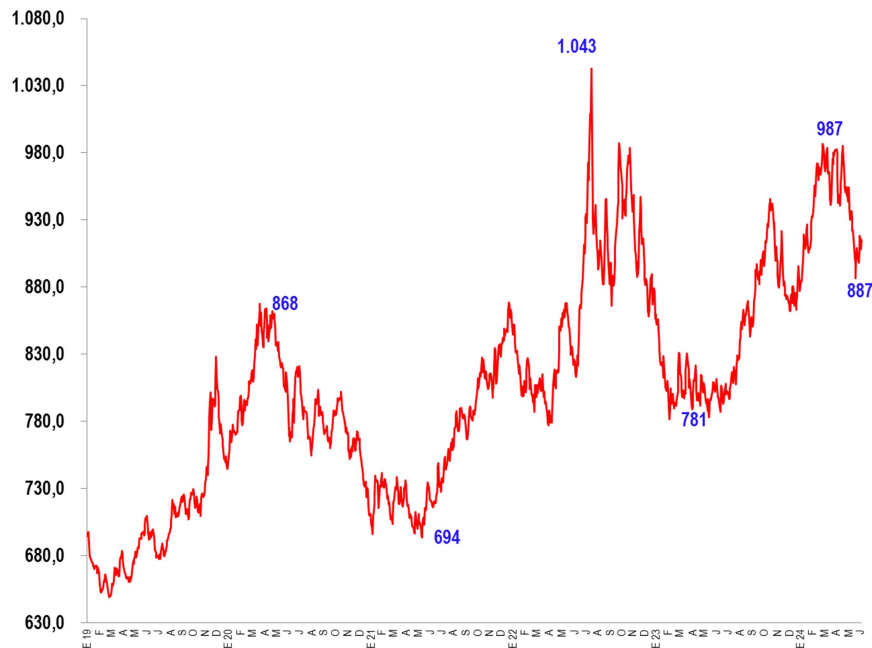
Estas pueden parecer ideas viejas. Genial. El progreso en economía nunca ha venido de pontificadores que instan a alguien a agregar nuevos ingredientes a la olla: digamos, “preocuparse más por la gente”, “añadir psicología”, “mezclar política y economía”, incorporar complicaciones del “mundo real” o ideas “heterodoxas”: revuelva y espere que salga una sopa digerible. El progreso en economía siempre ha surgido de respuestas, pacientemente elaboradas, verificadas empíricamente, simplificando la realidad a declaraciones factibles de causa y efecto. La formulación de políticas económicas se ve afectada por demasiados expertos que se apresuran a ir a Washington para exigir billones de gastos e intromisiones incalculables en los asuntos de la gente, basadas en ollas a medio cocer de ideas novedosas. La política económica debería basarse en nociones bien probadas. Cuando los economistas intentan aportar ideas como respuesta a las demandas políticas de apariencia de novedad, les dispensan mala economía y mala política. Y lo que nos parece viejo también puede parecer novedoso. Las ideas de Adam Smith de 250 años de antigüedad siguen siendo una novedad para la mayoría de los políticos.

**Alejandro Fernández Beroš**  
**@Alfb40261031**

## 2.2 CUENTAS EXTERNAS Y EL TIPO DE CAMBIO: RECOGIENDO UN MEJOR ESCENARIO ECONÓMICO

Aunque con volatilidad, el tipo de cambio ha corregido a la baja desde sus máximos recientes alcanzados en marzo último. El mejor precio del cobre y cifras más favorables para la actividad, que se traducen en un mayor crecimiento esperado para el año, serían elementos relevantes para explicar dicho ajuste. A pesar de ello, nuestra moneda sigue estando bastante castigada en términos relativos, lo que eventualmente permitiría ajustes adicionales a la baja en la medida que se confirme un escenario económico y político más favorable para el segundo semestre.

**GRAFICO N°2.1**  
**TIPO DE CAMBIO OBSERVADO**  
**(Pesos Por Dólar)**



Fuente: Banco Central de Chile.

Un precio del cobre que se mantiene o sube respecto de los niveles actuales; el eventual inicio de recortes en la tasa de fondos federales en Estados Unidos en septiembre y la confirmación de mejores cifras de actividad en los próximos meses, contribuiría a consolidar un ajuste adicional a la baja en el tipo de cambio a lo largo de los próximos meses.

Si a lo anterior agregamos un manejo cauteloso de nuestro Banco Central, tanto en el timing de recortes adicionales en la TPM, como en un discurso más duro respecto a sus acciones futuras en la materia, evidentemente el pronóstico de ajuste adicional a la baja en el dólar adquiere mayor fuerza. Si a todo lo anterior agregamos un buen resultado de la centro-derecha en las elecciones de octubre, que sería premiado por el mercado, acumularíamos factores adicionales que favorecen una apreciación adicional de nuestra moneda.

¿Hasta dónde puede caer? Tomando en cuenta los fundamentos de nuestra economía y el escenario más probable para la situación económica y política interna y externa, nos parecen que niveles cercanos a los 850 pesos son razonables. ¿Cuándo? Hacia el cuarto trimestre del año.

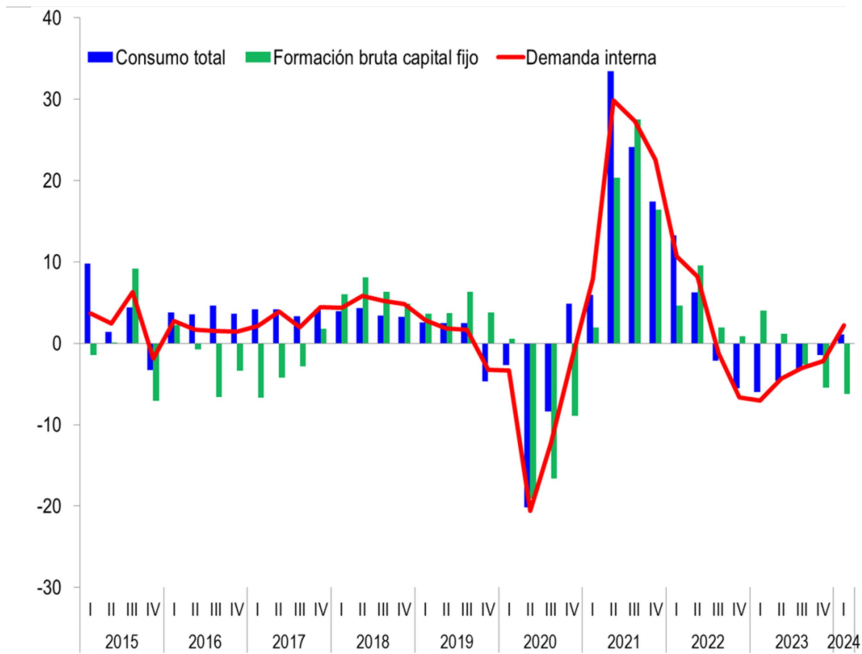
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

### **2.3 ACTIVIDAD Y GASTO: UNA RECUPERACIÓN DISPAREJA**

Es efectivo que los números conocidos para el PIB del primer trimestre permiten ser relativamente más optimistas respecto al crecimiento esperado para el presente año, el que en principio se situaría en la parte alta del rango proyectado por el Banco Central, es decir, en torno a 3 %. Sin embargo, cabe destacar que el desempeño que lograrían los distintos componentes de la demanda, lo mismo que los sectores productivos, será bastante diverso.

Primero, cabe destacar que en el caso de la demanda, a saber la suma del Consumo de los Hogares, del consumo de gobierno y la inversión, lo que observaremos es una recuperación parcial de la fuerte caída registrada en 2023, por lo que, en el total del año, todavía no se alcanzará el nivel obtenido en 2022. Segundo, el comportamiento será muy disímil, con un mayor dinamismo en el consumo de gobierno y luego en el consumo de los hogares, mientras la inversión total, que ya había caído el año pasado, volverá a contraerse en el actual. Por su parte, un mejor desempeño esperado para las exportaciones de bienes y servicios respecto a las importaciones de los mismos, permitiría que el sector externo neto realice un aporte relevante al crecimiento.

**GRAFICO N°2.2**  
**COMPONENTES DE LA DEMANDA AGREGADA**  
**(Var% C/R Igual Período Anterior)**



Fuente: Construido con Cifras del Banco Central de Chile

Por el lado de los sectores productivos, la industria manufacturera, el comercio, la agricultura y los servicios en general, anotarán crecimiento, mientras la construcción, y eventualmente también la producción minera, anotarían caídas adicionales.

En definitiva, el crecimiento de este año tiene bastante de recuperación, mientras el pobre desempeño esperado para la inversión no permite ser optimista respecto del ritmo de crecimiento en años venideros.

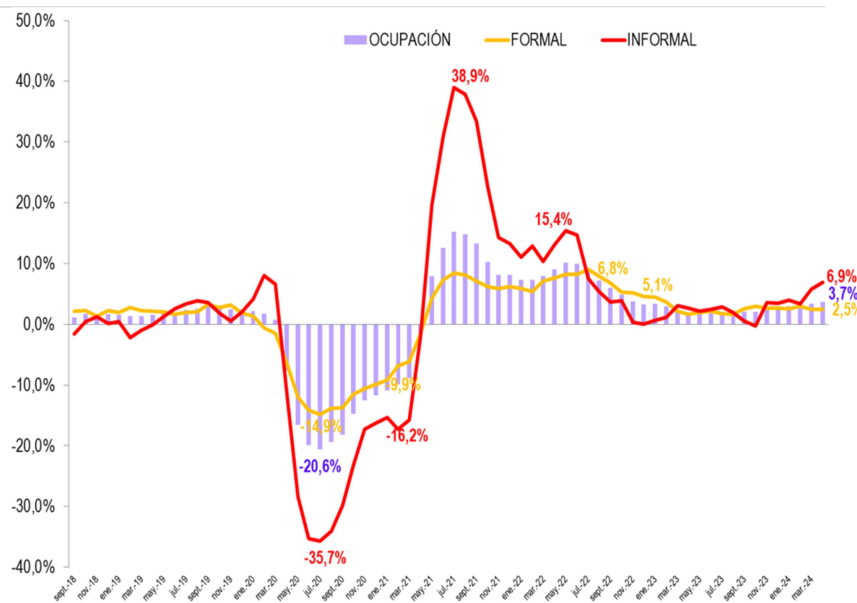
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.4 EMPLEO Y REMUNERACIONES: RECUPERACIÓN SUAVE PERO SOSTENIDA

Los indicadores agregados del mercado laboral mantienen una trayectoria favorable. La ocupación sigue en expansión, a un ritmo de 3,7 % en doce meses, liderada sin embargo por el empleo informal, que se expande a un ritmo de 6,9 % en el mismo lapso. La ocupación formal, por su parte, se mantiene creciendo, con una variación de 2,5 % en el último trimestre móvil en relación a igual lapso del año pasado. La fuerza de trabajo mantiene su proceso de normalización, alcanzándose una tasa de participación que en el último trimestre móvil alcanza a 62,5 %, menos de un punto porcentual por debajo del peak pre pandemia.

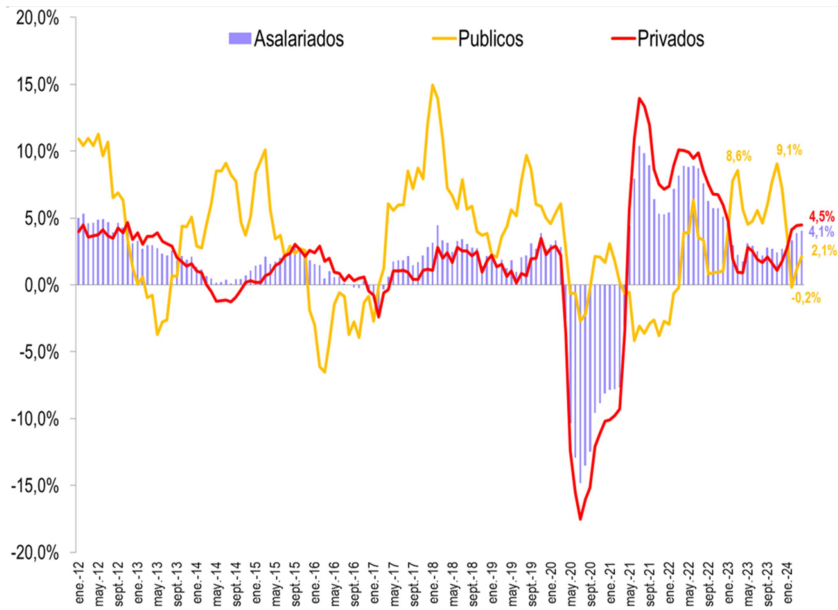
Por su parte el empleo asalariado registra una recuperación, con el asalariado privado creciendo a un ritmo anual de 4,5 % en doce meses, superando al asalariado público que lo hace a un ritmo de sólo 2,1 % en el mismo lapso. En definitiva, los números anteriores son favorables, y dan cuenta que el empleo no fue tan severamente afectado por el cuadro recesivo que sufrió la economía entre fines de 2021 y mediados de 2023.

**GRAFICO N°2.3**  
**EMPLEO FORMAL E INFORMAL**  
**(Var % 12 Meses)**



Fuente: Elaborado con Cifras del INE

**GRAFICO N°2.4**  
**ASALARIADO PÚBLICO Y PRIVADO**  
**(Var % 12 Meses)**



Fuente: Elaborado con Cifras del INE

En paralelo, la caída en la inflación ha permitido sostener la recuperación de las remuneraciones reales, que acumulan un crecimiento de 4,0 % desde noviembre de 2022. Esto, junto con la recuperación del empleo antes reseñada, juega un papel central en sostener la recuperación del consumo de los hogares a lo largo del presente año.

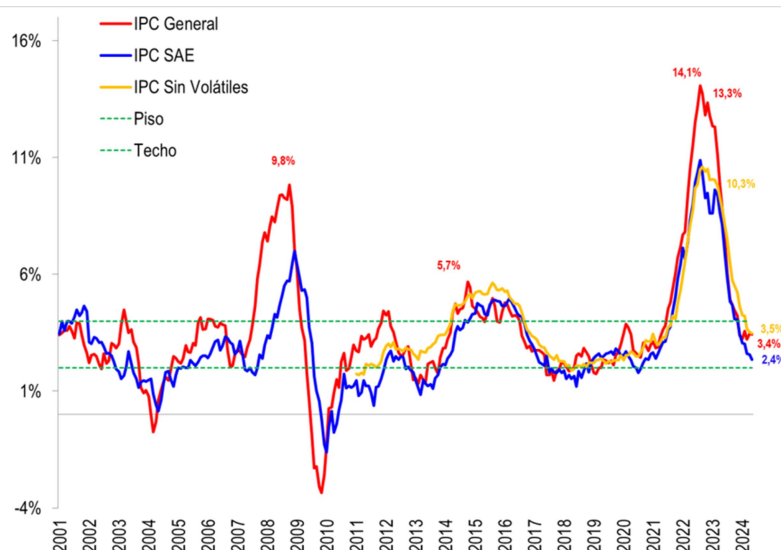
**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**

## 2.5 INFLACIÓN Y POLÍTICA MONETARIA: PRUDENCIA

Hemos visto lo que ha sucedido en Estados Unidos, donde la inflación se muestra "pegajosa" y, en la práctica, luego de bajar a buen ritmo desde un máximo de 8,9 % en doce meses, en junio de 2022, a 3,1 % en junio de 2023, se ha mantenido entre 3,0 y 3,5 % a lo largo de todo el último año. Como hemos dicho en otras oportunidades, la última etapa en el control inflacionario es la más desafiante.

En nuestro país, si bien hemos logrado reubicarla dentro del rango meta, usando la serie de referencia del Banco Central, aparecen en el horizonte amenazas que con alta probabilidad llevarán la variación en doce meses nuevamente por sobre el 4 % entre junio y diciembre del presente año. Tenemos presiones externas, por el aumento en el precio de los alimentos y en el costo del flete marítimo internacional, y tenemos todavía un efecto acumulado del alza en el tipo de cambio, que aún no se ha traspasado completamente a precios finales. Se agregan alzas en las tarifas eléctricas en los próximos meses y, en lo positivo, un efecto favorable de la caída del precio de los combustibles.

**GRAFICO N°2.5**  
**INFLACIÓN TOTAL Y SUBYACENTE**  
**(Var % 12 Meses)**



Fuente: Elaborado con Cifras del Banco Central,  
Serie empalmada con nueva canasta.



Aunque los fenómenos con efecto inflacionario antes señalados podrían ser calificados como shock de oferta, por una vez, y ajenos a la trayectoria de la demanda interna sobre la capacidad de respuesta de la oferta, lo cierto es que en una economía súper indexada como la nuestra, terminan provocando una inercia inflacionaria que puede desanclar expectativas y dificultar el control más permanente de la inflación en el mediano plazo.

Todo lo anterior hace razonable que nuestra autoridad monetaria sea muy cautelosa en sus próximas decisiones y comunicaciones. No más de un cuarto de punto de baja en la próxima reunión y un mensaje muy cauto sería nuestra recomendación.

**Tomás Izquierdo Silva**  
**tizquierdo@gemines.cl**