

## 5. Materialización de riesgos de corto plazo retrasan convergencia de la inflación a la meta y debilitan anclaje de expectativas

### Revisamos a la baja proyección de inflación para el cierre del año

La inflación ha continuado su tendencia a la baja, ubicándose bajo el piso del rango de tolerancia del Banco Central (2% a/a), no sólo por la fortaleza del peso y la nula inflación de bienes, sino que también por las escasas presiones inflacionarias a nivel de servicios ante la persistente debilidad económica. En línea con esto, distintas medidas de tendencia inflacionaria, muestran la ausencia de presiones subyacentes. De mantenerse este escenario, con nuevas sorpresas a la baja y un tipo de cambio que se resiste a seguir el supuesto depreciativo, la inflación interanual se mantendría bajo 2% por un tiempo mayor al estimado. Ante esto, revisamos a la baja nuestra proyección de inflación para diciembre 2017 hasta un 2,2% a/a, con un balance de riesgos que continúa sesgado a la baja. Los riesgos desinflacionarios asociados con la reciente apreciación multilateral del peso y su traspaso al resto de la canasta, junto con una TPM que no incorpore un mayor estímulo, superan a los acotados riesgos inflacionarios provenientes de un mayor precio de los combustibles y un repunte mayor de la demanda interna. Para 2018 ajustamos levemente al alza nuestra proyección de inflación hasta 2,9% a/a, en línea con una mayor depreciación esperada del peso. Sin embargo, de no darse pronto la depreciación del peso y los necesarios recortes de la TPM, la inflación se mantendría hundida en el piso del rango de tolerancia del Banco Central y el anclaje inflacionario volvería a estar en duda.

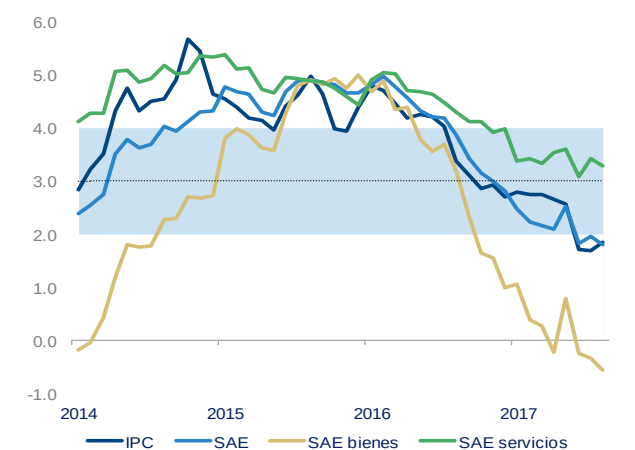
#### Riesgos desinflacionarios de corto plazo se estarían materializando, confirmando la necesidad de nuevos recortes de la tasa de política monetaria

La inflación subyacente, medida por el IPC sin alimentos y energía, se mantiene bajo 2% a/a (Gráfico 5.1). Por el lado de bienes, continúan los traspasos de la apreciación del peso, efecto que aún tiene bastante que entregar. A nivel de servicios, nuevamente observamos un registro mensual negativo, fenómeno bastante poco usual debido a la alta indexación de la economía. Las cifras de agosto mostraron una dinámica de precios que sigue apagada, con un bajo número de productos inyectando inflación durante el mes y medidas de tendencia inflacionaria que se mantienen planas. Si bien la inflación total fue positiva (0,2% m/m), se explicó en su totalidad por alimentos y energía, dejando nuevamente la inflación subyacente en terreno negativo (-0,1% m/m). Asimismo, el IPC de septiembre se encamina a tener una de las variaciones más bajas de las que se tiene registro histórico, lo que terminaría por concretar los riesgos delineados en el último escenario del Banco Central, dejando la inflación bajo 2% por un tiempo mayor al estimado (Gráfico 5.2).

Los componentes más volátiles del IPC, como alimentos y energía, han tenido una incidencia muy baja en la inflación interanual de los últimos meses. La baja inflación de alimentos ha estado vinculada con la estacionalidad anormal en el precio de las verduras, debido principalmente a una mayor oferta y a factores climáticos. Respecto de los precios de la energía, si bien se han mantenido acotados, destaca el ajuste al alza en las últimas semanas, en línea con los mayores precios internacionales del petróleo y sus derivados debido al efecto de los huracanes en la Costa del Golfo

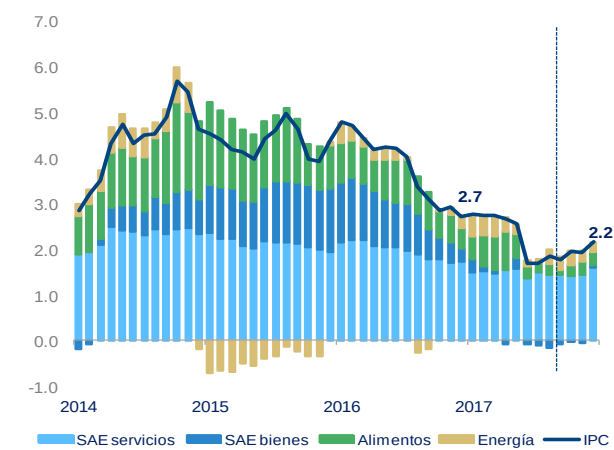
de EE.UU., lo que ha sido contrarrestado sólo en parte por la apreciación reciente del peso frente al dólar. Con todo, serían estos ítems los que inyectarían algo de inflación en lo que resta del año y durante el próximo, ya que de no mediar una depreciación relevante del peso y un repunte mayor en la actividad, la inflación subyacente se mantendría en torno a 2% a/a.

**Gráfico 5.1** Inflación anual (Porcentaje)



Fuente: INE, BBVA Research  
SAE: IPC sin alimentos y energía.

**Gráfico 5.2** Proyección de inflación anual (Porcentaje)



Fuente: INE, BBVA Research  
SAE: IPC sin alimentos y energía.

### Anclaje de expectativas sigue debilitándose ante reciente apreciación del peso y tardía reacción de la política monetaria.

En nuestro escenario base proyectamos inflación al cierre de 2017 de 2,2% a/a y de 2,9% a/a a diciembre 2018, algo menor a lo que espera el mercado y lo proyectado por el Banco Central en su último Informe de Política Monetaria. Los riesgos desinflacionarios de corto plazo, asociados principalmente al traspaso de la reciente apreciación cambiaria y sus efectos de segunda vuelta, sesgan a la baja el escenario delineado por el Banco Central y continúan debilitando el anclaje de expectativas. En este sentido, las expectativas implícitas en los precios de activos se mantienen marcadamente bajo la meta en el horizonte de política. Más aún, la más reciente encuesta de operadores financieros (EOF) mostró una nueva disminución de la inflación esperada a dos años (2,7% a/a), completando diez meses bajo 3% y alcanzando un mínimo desde que se reporta esta encuesta. Esto vuelve a levantar dudas sobre el nivel hasta el cual la autoridad monetaria considera que las expectativas se mantienen ancladas a la meta. Considerando estos riesgos, y luego de confirmar con el IPC de septiembre la ausencia de presiones inflacionarias, vemos altamente probable y necesario que el Banco Central se abra a la posibilidad de nuevos recortes de la TPM. De no darse una pronta depreciación del peso, junto con nuevos ajustes de la TPM, la inflación se mantendría hundida en el piso del rango de tolerancia del Banco Central por un tiempo mayor al estimado, lo que confirmaría las dudas del mercado respecto a la capacidad del Banco Central para devolver la inflación a la meta.

## AVISO LEGAL

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de Chile

**Economista Jefe de Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

Hermann González  
hgonzalezb@bbva.com  
+56 2 29391354

Cristóbal Gamboni  
cristobal.gamboni@bbva.com  
+56 2 29391034

Waldo Riveras  
wriveras@bbva.com  
+56 2 23931495

**BBVA Research****Economista Jefe Grupo BBVA**

Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**

Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Escenarios Económicos Globales**

Miguel Jiménez  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**

Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de Largo**

Plazo Global  
Julián Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**

Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y Regulación**

Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Coordinación entre Países**

Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**Regulación Digital**

Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**

María Abascal  
maria.abascal@bbva.com

**Sistemas Financieros**

Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Inclusión Financiera**

David Tuesta  
david.tuesta@bbva.com

**España y Portugal**

Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**

Nathaniel Karp  
Nathaniel.Karp@bbva.com

**México**

Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Oriente Medio, Asia y Geopolítica**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**

Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Asia**

Le Xia  
le.xia@bbva.com

**América del Sur**

Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**

Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Chile**

Jorge Selaive  
jselaive@bbva.com

**Colombia**

Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**

Hugo Perea  
hperea@bbva.com

**Venezuela**

Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

INTERESADOS DIRIGIRSE A: BBVA Research: Calle Azul, 4. Edificio de la Vela - 4ª y 5ª plantas. 28050 Madrid (España). Tel.: +34 91 374 60 00 y +34 91 537 70 00 / Fax: +34 91 374 30 25-bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com