

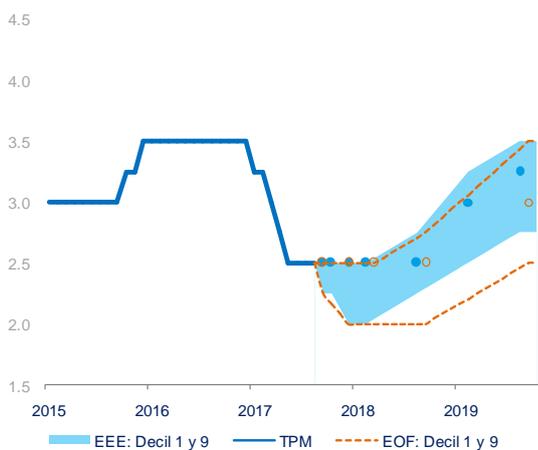
## 6. Mayor estímulo monetario condicional a inflación de corto plazo

### Reiteramos necesidad de nuevos recortes de la TPM, debido al drástico cambio del escenario inflacionario

En las últimas cuatro reuniones el Consejo del Banco Central ha decidido mantener la tasa de política monetaria (TPM) en 2,5%, con el voto en contra de un Consejero que fue partidario de bajar la tasa hasta 2,25% en las reuniones de julio y agosto. Hasta la reunión de agosto, el sesgo de la decisión fue claramente neutral, señalando que cambios futuros de la TPM dependerían de las implicancias de las condiciones macroeconómicas sobre las perspectivas inflacionarias. Tras la publicación del Informe de Política Monetaria (IPoM) de septiembre, el sesgo de la decisión se modificó, señalando que la TPM se mantendría en torno a su nivel actual y que comenzaría a subir una vez que la economía empiece a cerrar la brecha de actividad. Tras este cambio en la comunicación de la política monetaria, el mercado prácticamente descartó escenarios de nuevos recortes de la tasa de instancia, algo que en BBVA Research no compartimos.

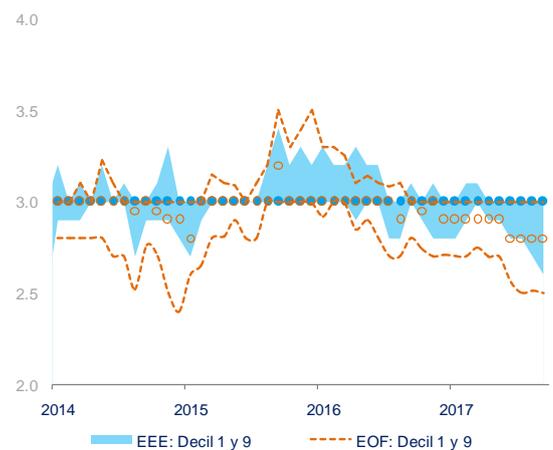
Al cierre de este informe, las encuestas que realiza el Banco Central consideran en su mediana que la tasa se mantiene en 2,5% por un período prolongado y se ubica en 3% dentro de 17 meses o 24 meses, según se considere la EEE o la EOF<sup>1</sup>. Sin embargo, aún no se descarta del todo un estímulo mayor, de acuerdo con el decil 1 de las respuestas de ambas encuestas (Gráfico 6.1)

**Gráfico 6.1** Expectativas para la TPM en encuestas (%)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

**Gráfico 6.2** Expectativas de inflación a 2 años (%)



Fuente: Banco Central, BBVA Research

1: EEE: Encuesta de Expectativas Económicas. EOF: Encuesta de Operadores Financieros.

Nuestro escenario contempla dos recortes adicionales de 25 puntos base en los próximos meses, cuyo timing preciso dependerá de las cifras de inflación de corto plazo. En efecto, si se materializa el escenario de riesgo de corto plazo para la inflación delineado en el IPoM de septiembre, el Banco Central tendría un argumento ineludible para volver a recortar la tasa. Consideramos que esto ya comenzó a pasar con el registro de inflación de agosto, el cual se ubicó bajo lo esperado, especialmente en su componente subyacente.

El escenario para la inflación ha cambiado drásticamente en los últimos meses y, por el contrario, la mejora en las perspectivas de crecimiento ha sido menor como para considerar que el estímulo monetario calibrado en junio sigue siendo el mismo que se necesita hoy. En efecto, si a mediados de año el Banco Central proyectaba que la inflación se ubicaría en 2,9% en diciembre, hoy estima 2,4% y nuestra proyección y la del mercado es que será aún menor. En parte este cambio en el escenario inflacionario ha respondido a la fuerte apreciación del peso, pero también a la persistente presencia de holguras de capacidad, las cuales solo comenzarían a cerrarse gradualmente en los próximos trimestres. De este modo, la convergencia de la inflación a la meta será muy lenta de no mediar una acción más decidida de parte de la autoridad monetaria. De hecho, las expectativas de inflación a dos años plazos continúan débilmente ancladas a la meta (o desancladas en el caso de la EOF), con toda la distribución de respuestas ubicadas bajo el 3% (Gráfico 6.2).

Por su parte, como se señaló en el Capítulo 3, las expectativas de crecimiento para este año prácticamente no han cambiado y las del próximo años se han corregido al alza, pero solo levemente. El propio rango de crecimiento del Banco Central para 2018 se mantuvo entre junio y septiembre. En este contexto, estimamos que la TPM tendría espacios para reducirse hasta 2% y solo a partir de la segunda parte de 2018 comenzar un gradual proceso de normalización que la ubicaría en 2,75% en diciembre.

## 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.comwww.bbvaresearch.com