

Comentario Económico del día



Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

Agosto 11 de 2015

La inflación de julio: urgencia de apretar la postura monetaria

El Dane reportó que el mes de julio registró una inflación del 0.19%. Este dato resultó superior al previsto por los analistas (0.12%) y a la cifra observada un año atrás (0.15%). Con ello, la lectura de inflación total se incrementó nuevamente, pasando del 4.42% al 4.46% anual, alejándose aún más del límite superior del rango-meta (2%-4%) de largo plazo fijado por el Banco de la República (BR), ver gráfico adjunto.

Este comportamiento se explica por el notable incremento de la inflación subyacente (sin alimentos), la cual se elevó del 3.70% al 3.98% anual, en buena medida inducida por la marcada transmisión de costos vía importados (*pass-through*). En efecto, la inflación de dichos bienes a nivel del IPP se aceleró del 12.1% al 16.9% anual, casi un tercio de la devaluación anual (peso-dólar) observada durante enero-julio.

Peor aún, la devaluación más reciente se ha acelerado a la franja 45%-55% anual debido a un panorama internacional más tensionado (lo cual explicaremos a continuación). De hecho, esta preocupante transmisión de costos ahora también se observa en la inflación de transables a nivel del IPC, la cual aumentó del 4.2% al 4.7% anual. El único alivio inflacionario provino del componente de alimentos, bajando del 6.20% al 5.67% anual, en línea con lo esperado.

A nivel microsectorial, la inflación de julio se incrementó principalmente en los grupos de vivienda (0.58%), comunicaciones (0.51%), otros gastos (0.41%), transporte (0.4%) y salud (0.27%). La deflación ocurrió en alimentos (-0.14%) y diversión (-2.55%). Por su parte, la inflación mayorista (IPP) continuó acelerándose marcadamente, pasando del 3.8% al 5.4% anual, como resultado del *pass-through* (antes mencionado).

En el plano internacional, las señales de recuperación han continuado desvaneciéndose, pero, paradójicamente, la FED ha hecho cada vez más claro que estaría elevando su tasa repo antes de finalizar 2015 (probablemente unos +25pbs en el mes de noviembre). De hecho, los últimos cálculos sobre inflación subyacente en los Estados Unidos pronostican niveles del 1.5% anual al cierre de este año y cerca del 2.5% en 2016, con lo cual se justificaría el movimiento de la FED.

Sin embargo, la esperada transmisión de inflación-salarial aún no se ha manifestado, pero bien podría iniciarse al cierre de 2015. De esta forma, solo el semáforo laboral apoyaría un alza inminente en la tasa repo por parte de la FED, pues el crecimiento del PIB-real continúa siendo subpar (2.3% esperado vs. 3% potencial) y la trayectoria de inflación todavía luce manejable (según lo ya comentado).

Para los países emergentes, el panorama macro-financiero se ha complicado drásticamente en los dos últimos meses y la posible alza de la FED vendría a agravar su frágil situación. Allí, la tensión financiera global se ha visto exacerbada por: i) *la crisis de Grecia*, que pese a su tercer "paquete fiscal" aún está lejos de resolverse; ii) *el pinchazo de la burbuja accionaria de China*, con potenciales agravamientos de su crecimiento por debajo del 7% en 2015; iii) *un nuevo descenso del precio del petróleo* (perfilándose el Brent hacia los US\$54/barril promedio-año vs. US\$60/barril que veníamos pronosticando) ante la mayor oferta de Irán (tras su acuerdo

**CRÉDITOS DE LIQUIDEZ
Y CARTERA ORDINARIA.**

Continúa

Dos excelentes alternativas
para poner en marcha los proyectos más importantes de su empresa.

www.bancoavillas.com.co

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

político con Estados Unidos); y iv) las marcadas devaluaciones de las monedas emergentes frente al dólar, generando un nuevo episodio de “frenazos súbitos financieros”, aceleración de inflaciones locales y presiones alcistas en las tasas de interés de esos mercados, lo cual desaceleraría aún más las pobres perspectivas de crecimiento de 2015-2016, incluyendo ahora una contracción del -0.1% en América Latina.

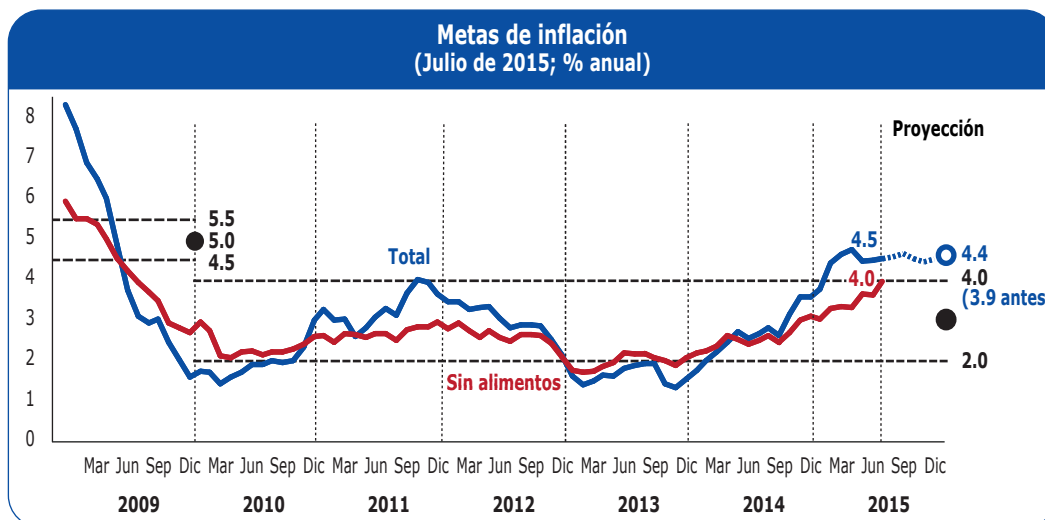
En Colombia, las señales de desaceleración se han hecho aún más evidentes. Por ejemplo, la producción manufacturera se contrajo -2.6% anual durante enero-mayo de 2015 (vs. +2.4% de 2014), el comercio minorista creció solo 3.7% en el mismo período (vs. +8.2% un año atrás) y las exportaciones acumularon caídas del -31% anual durante el primer semestre (en dólares).

Todo ello hace pensar que el déficit de nuestra balanza comercial local se acercaría al 3.5% del PIB en 2015 (vs. 1.2% del PIB en 2014) y la cuenta externa sería del -6.5% del PIB (vs. 3% histórico), implicando devaluaciones peso-dólar promedio-año cercanas al 32% (vs. 25% que veníamos proyectando). A nivel fiscal, el déficit del Gobierno Central se acercaría hacia el 3%-4% del PIB durante 2015-2016 (vs. 2.4% de 2014). Por todas estas razones, Anif ha optado por recortar su pronóstico de crecimiento del PIB-real, bajándolo del anterior 3.4% anual hacia la franja 2.5%-3% para 2015 y al rango 2%-2.5% para 2016, en línea con los recientes pronunciamientos del BR en su última reunión de julio (disminuyendo su pronóstico del 3.2% al 2.8% para 2015).

Dicho lo anterior, Anif considera que ha llegado el momento en el cual el BR tendrá que elevar su tasa repo-central en +25pbs en su próxima reunión de finales de agosto de 2015, llevándola del 4.5% hacia el 4.75%, si es que quiere re-ancorar las expectativas de inflación de cara a 2016 y evitar que la propia inflación subyacente desborde el 4.5% hacia finales de 2015.

Claramente, el efecto negativo de la brecha de producto (menor demanda agregada) no ha podido contener los efectos de la inflación de costos generada por devaluaciones recientes a ritmos del 45-55% anual. No solo ha desaparecido el espacio para políticas monetarias-fiscales contracíclicas, sino que el instrumental complementario de las intervenciones cambiarias para apaciguar la marcada devaluación luce frágil. Por ejemplo, la relación RIN/(amortizaciones+déficit externo) ha caído de 1.3 en 2012 a solo 1.04, impidiéndole al BR hacer ofertas *put/call* como las que hábilmente viene implementando el Banco Central de México para enfrentar problemas similares de inflación de costos.

Finalmente, cabe recordar que Anif había estimado, vía Regla de Taylor, la necesidad de incrementos en la repo-central de +25-50pbs antes de finalizar 2015, si las presiones externas y la devaluación se acentuaban (ver *Informe Semanal* No. 1269 de junio de 2015). Pues bien, el panorama internacional (antes comentado) agravó esas condiciones externas al llevar el precio-Brent a la franja actual US\$45-50/barril frente a un primer semestre que se había comportado según nuestro pronóstico de US\$57/barril. Con estos hechos a mano, la postura monetaria ahora debe endurecerse, como bien lo pronosticaban al menos dos Co-Directores del BR en la sesión pasada, recomendando elevar desde entonces las tasas de interés en Colombia.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.