

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

Agosto 9 de 2016

## La inflación de julio: inercia salarial vs. brecha de Producto

El Dane reportó que el mes de julio registró una inflación del 0.52%. Este dato no solo fue bastante superior al previsto por los analistas (0.32%), sino que desbordó y por mucho la cifra observada un año atrás (0.19%). Con ello, la lectura de inflación total continuó incrementándose del 8.61% al 8.97% anual, más que duplicando el límite superior del rango-meta (2%-4%) de largo plazo del Banco de la República (BR), ver gráfico adjunto. Dicho guarismo ha alcanzado un pico histórico desde que se adoptara el esquema de Inflación Objetivo en 2001.

Aunque la inflación subyacente (sin alimentos) corrigió marginalmente al bajar del 6.31% a 6.26% anual, las presiones en el rubro de alimentos continuaron escalando hacia ritmos del 15.7% anual (vs. 14.3% en junio). Los rubros más afectados han sido los precios del gas (20% anual), vehículos (12.4%), energía eléctrica (11%), acueducto-alcantarillado-aseo (9.3%), buses (8.9%) y arrendamientos (4.1%). En cambio, las presiones directas de costos vía importados (*pass-through*) algo han empezado a ceder, gracias a que el ritmo de devaluación se redujo de un promedio del 26% anual durante el primer semestre a cerca del 8% anual durante julio pasado. Así, la inflación de bienes importados del IPP se redujo al 5.8% anual en julio (vs. 10% en junio), aunque la de transables del IPC se mantuvo en el 7.9% anual.

A nivel internacional, la recuperación económica luce frágil, tanto en la productividad del sector real como en el excesivo apalancamiento público-privado. Por ejemplo, el FMI redujo su pronóstico de crecimiento global al 3.1% en 2016 (estancándose frente a 2015). En particular, las economías desarrolladas muestran persistentes señales de “estancamiento secular” (1.6% en 2016 vs. 1.9% en 2015) y postración en su productividad multifactorial. Asimismo, los países emergentes siguen perdiendo crecimiento potencial y solo crecerían un 5.1% en 2016 (vs. 6%-7% pre-Lehman), ver *ALI* No. 117 de agosto de 2016.

En Colombia también son evidentes las señales de desaceleración. Por ejemplo, aunque el precio del petróleo se recuperó durante el segundo trimestre y podría promediar US\$45/barril-Brent en 2016, las exportaciones (concentradas en un 65% en *commodities*) siguieron contrayéndose al -26% anual (en dólares) al corte de junio. Esto impactará considerablemente los llamados déficits gemelos, llegando al -4.2% del PIB a nivel fiscal en 2016 (vs. -3% del PIB en 2015) y al -5.7% del PIB en la cuenta corriente (vs. -3% del PIB histórico), ver *Informe Semanal* No. 1312 de abril de 2016. Adicionalmente, el frente laboral ha empezado a mostrar tensión, pues el desempleo promedió un 9.8% en lo corrido del año a junio (vs. 9.4% un año atrás). Esto implica un incremento en la tasa de desempleo de 0.4 pps, en

Continúa

**Créditos de Liquidez y Cartera Ordinaria.**

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

Consulta más información en [www.avvillas.com.co](http://www.avvillas.com.co) / Banca Empresarial

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga y David Malagón

línea con nuestro pronóstico de un promedio de 9.4% para 2016 (vs. 8.9% en 2015).

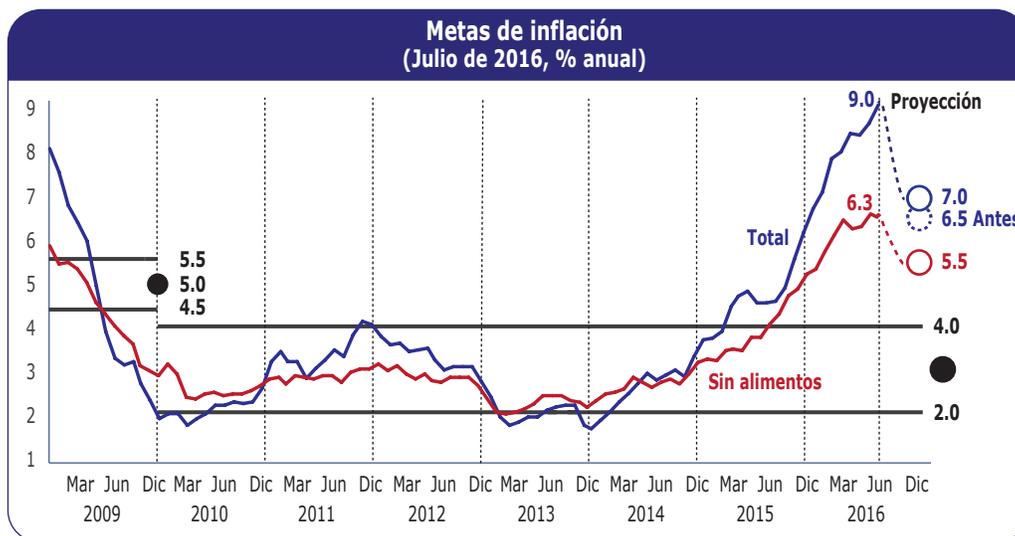
Anif mantiene su pronóstico de crecimiento económico en el 2.5% para 2016 (como un todo), aunque su sostenibilidad dependerá de: i) la trayectoria del precio del petróleo, donde preocupan los recientes descensos hacia US\$42/barril, generando repuntes en la TRM hacia los \$3.050-3.100/dólar (vs. \$2.950 de semanas anteriores), lo cual podría volver a presionar al alza los costos de los importados; y ii) las preocupaciones por el elevado apalancamiento público-privado, destacándose el 42% del PIB que se observa en el endeudamiento externo total (superior a los picos del 40% de 2002), ver *Comentario Económico del Día* 28 de junio de 2016.

Adicionalmente, las calificadoras de riesgo crediticio no solo están preocupadas por la calidad de la reforma tributaria que pronto se radicará, sino por la baja gobernabilidad que muestra el país (prolongados paros de transporte y recurrentes obstáculos por las vías de hecho a la actividad económica), lo cual podría agravarse con el inicio del posconflicto.

Dado este panorama, Anif considera que la Junta Directiva del BR no tendrá alternativa diferente a continuar incrementando su tasa repo en otros 25pbs (llevándola al 8%), para intentar re-anclar las

expectativas de inflación, las cuales seguramente ahora se perfilan hacia un 7% para finales de 2016 y a cerca del 4.5% en 2017. Nótese que resultaría muy aventurado para el BR, con inflaciones del 9% anual, jugarle a la idea de no elevar la tasa repo al 8% en espera de que más adelante la “brecha de Producto” lograra dominar unos choques de costos que han resultado “menos temporales” de lo previsto por el BR. De hecho, si el potencial de crecimiento de nuestra economía resulta que hoy está más cerca del 2% anual que del 3%, por cuenta del descenso y la baja calidad de la inversión, entonces el papel que cabe esperar de la “brecha del Producto” (tornándose negativa) será mucho más lento de lo imaginado.

Entretanto, *a lo Brasil*, en Colombia se ha venido generando inercia inflacionaria salarial elevada por segundo año consecutivo (con un SML creciendo a ritmos del 7% y sueldos públicos a cerca del 8%). Esta situación indica que el BR haría más por recuperar el dinamismo del sector real si se focaliza en re-anclar las expectativas de inflación hacia el 3% de largo plazo, en vez de jugarse el albur de no atajar a tiempo la peligrosa “inercia salarial”, la cual resultaría mucho más gravosa en materia de elevar el “desempleo” a niveles superiores al 10% en 2017-2018 (ver *Informe Semanal* No. 1327 de agosto de 2016).



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.