

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Daniel Beltrán

Junio 13 de 2019

## Inflación de mayo de 2019 y perspectivas macroeconómicas bajistas

El Dane reportó que el mes de mayo de 2019 registró una inflación mensual del +0.31%, similar al consenso del mercado, pero levemente superior a lo observado un año atrás (+0.25%). Ello implicó una ligera aceleración de la lectura anual hacia el 3.31% (vs. 3.25% un mes atrás), aunque todavía ubicándose en el rango meta del Banco de la República (BR), ver gráfico adjunto.

La inflación de alimentos mostró una aceleración hacia el 4% anual (vs. 3.5% un mes atrás). En ello influyeron las intensas lluvias, especialmente en la zona de los Llanos Orientales, y los daños en algunas vías, afectando de forma notoria el acopio que se hace en la ruta Villavicencio-Bogotá.

La inflación subyacente (sin alimentos) se desaceleró ligeramente hacia tasas del 3.3% anual (vs. 3.4% un mes atrás), donde todavía lucen moderados los impactos de costos provenientes de la marcada devaluación (a ritmos del 12% anual en el promedio de lo corrido de 2019). Desde Anif hemos venido mencionando que buena parte de esta contención inflacionaria de costos obedece a la debilidad de la demanda agregada, tal como lo ratificaron los resultados del PIB-real del primer trimestre de 2019.

En efecto, allí se observó un crecimiento del PIB-real de solo el 2.8% anual, cifra inferior al 3.2% anual que habíamos pronosticado tres meses atrás con base en indicadores líderes (ver ALI No. 141 de marzo de 2019). Si bien ha habido algo de mayor crecimiento respecto del 2% real del primer trimestre de 2018 (no el estancamiento señalado por el BR), también es cierto que luce difícil alcanzar un crecimiento al menos del 3.3% a lo largo de 2019, como el que ve-

níamos pronosticando desde Anif. Nuestra principal preocupación continúa siendo el marcado deterioro del desempleo, promediando un 11.4% en lo corrido del año y siendo equivalente a +1.1pp, del cual emana la debilidad de la demanda agregada.

Todo lo anterior pone en duda la posibilidad de llegar a crecer al 3.3% en 2019 (como un todo) y de lograr reducir la tasa de desempleo respecto al 9.7% que promedió en 2018. Qué error tan grave fue haber incrementado el SML a ritmos del 6% para 2019 (cuando la inflación había sido del 3.2% en 2018) y en un momento pico de desempleo (ver *Informe Semanal* No. 1462 de mayo de 2019). Pero como toda situación mala es susceptible de empeorarse, ahora el Gobierno acaba de conceder incrementos en el rango del 4.5%-11% a los empleados públicos, lo cual agravará la precaria situación fiscal.

A nivel micro-sectorial, la inflación de mayo se expandió en los grupos de bebidas alcohólicas-tabaco (+0.79% mensual), alimentos básicos (+0.66%) y alojamiento-servicios-combustibles (+0.43%). Por el lado del IPP, se registró una menor presión inflacionaria, donde la lectura anual disminuyó al 5.3% (vs. 5.9% un mes atrás). En dicho resultado jugaron los menores precios en el subíndice de minería (6.6% anual vs. 12.2% un mes atrás), así como el menor costo de los exportados (8% vs. 10.8%).

Nótese cómo las presiones del *pass-through* cambiario aún lucen moderadas, pese a los marcados niveles de devaluación (arriba comentados). Sin embargo, la posible aceleración de los costos de los importados parece que ya comenzó a preocuparle al BR,

Continúa

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ekaterina Cuéllar y Daniel Beltrán

anunciando recientemente la suspensión de su programa de acumulación de Reservas Internacionales. Allí, pese a que el mecanismo de subastas de “opciones-cambiarías” está diseñado para que el BR solo las compre “relativamente baratas”, cuando la tendencia está arriba del valor de compra, existe la posibilidad de que se estuviera gestando un piso cambiario y el BR quiere evitar que ello ocurra.

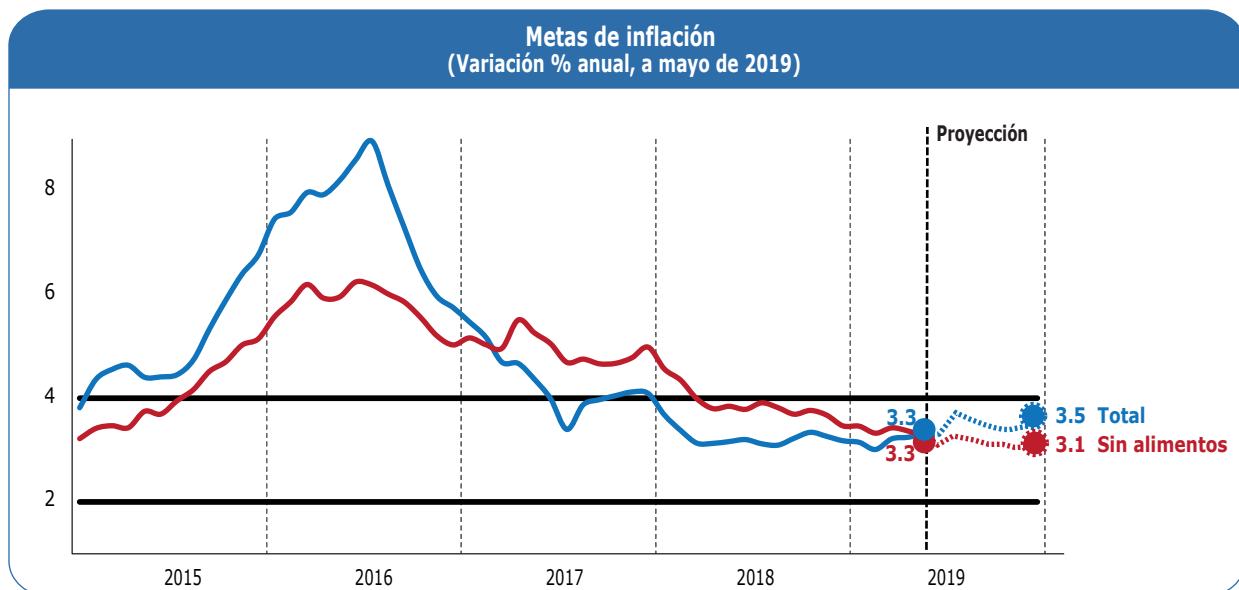
*Por ejemplo, si la canasta de importados pesa cerca del 20% y la devaluación promediara un 15% anual (actualmente promedia un 12% anual), entonces la inflación podría deteriorarse en +0.3pp, cerrando en el 3.8%, en vez del 3.5% que estamos pronosticando. Bajo estos riesgos cambiarios luce claramente inconveniente que el BR llegara a ceder frente a los llamados recientes del Gobierno de proceder a bajar su tasa repo (... ya que el BR ve la economía “estancada”). Anif, por el contrario, cree que el BR se verá obligado a elevar en +50pb su tasa repo antes de finalizar el año, si persisten esas amenazas cambiarias.*

A nivel internacional, se vienen agudizando los riesgos de escalamiento de la “guerra comercial” y, con ello, de mayor desaceleración global hacia un 3% en

2019 (respecto del 3.7% de 2018, donde -0.4pp dependen de la concreción de mayores aranceles).

Todo ello ha llevado al Fed a anunciar posibles medidas contra-cíclicas. El mercado ha interpretado que podría llegar a recortar su tasa repo hasta en -100pb a lo largo de los próximos doce meses (del 2.5% al 1.5%), si se diera ese escalamiento en la guerra comercial. Bajo este escenario de escalamiento global, hasta resultaría posible que el BR no tuviera que actuar y dejaría entonces su tasa repo en 4.25%. Pero entonces difícilmente el crecimiento de Colombia superaría el 3% en 2019 y, seguramente, el desempleo superaría el 10% en promedio anual.

Así, el BR deberá continuar monitoreando los riesgos inflacionarios provenientes de: i) los potenciales de *pass-through* cambiario, en función de la devaluación cambiaria que se ha venido observando a raíz de la turbulencia internacional; y ii) las dificultades para corregir los llamados “déficits gemelos” (fiscal-externo), donde los datos recientes mostraron un elevado déficit del 4.6% del PIB en la cuenta corriente y del 2.5% del PIB en la balanza comercial durante el primer trimestre.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.