

Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Julián Cortés

Octubre 10 de 2018

Inflación de septiembre de 2018: entre los riesgos de contagio financiero y las debilidades cambiarias

El Dane reportó que el mes de septiembre de 2018 registró una inflación del 0.16%, en línea con el consenso del mercado, pero significativamente superior a lo registrado un año atrás (0.04%). Ello implicó una leve aceleración en la lectura anual de la inflación hacia 3.23% (vs. 3.10% un mes atrás), explicado fundamentalmente por el comportamiento de la inflación de alimentos a ritmos del 2.05% anual en septiembre (vs. 1.34% anual un mes atrás). Esto último como consecuencia del recrudescimiento invernal y el agotamiento de favorables efectos-estadísticos respecto de 2017.

La buena noticia provino de la disminución en la inflación-subyacente (sin-alimentos) hacia niveles del 3.71% anual (vs. 3.83% un mes atrás), ver gráfico adjunto. Sin embargo, estos niveles de “inflación core” evidencian presiones de costos provenientes del repunte del precio del petróleo, equivalente a un promedio de +42% anual en lo corrido del año (US\$72/barril-Brent). Esto se ha reflejado en presiones-inflacionarias en rubros de transporte (+4.2% anual) y gasolina (+6.7% anual). Asimismo, la inflación de regulados continúa mostrando fuerte inercia inflacionaria a niveles del 6.03% (vs. 5.7% un año atrás).

A este cuadro se suman potenciales presiones inflacionarias alcistas por cuenta de brotes de *pass-through* cambiario con devaluaciones del +4% anual ante el repunte de la cotización a cerca de los \$3.050/dólar (aunque el promedio para el 2018 mostraría una leve apreciación). Esto podría acentuarse si hubiera contagio financiero de lo que ocurre en Turquía, Argentina y Brasil. Por el momento, no parecería estar amenazado el objetivo de alcanzar un valor en el rango 3%-3.5% al cierre de este año.

No obstante, en este frente cambiario habrá que monitorear de cerca el efecto del plan de acumula-

ción “gradual” de RINs, iniciado recientemente por el Banco de la República (BR). Este programa tiene un doble carácter precautelativo: i) de una parte operaría como un “colchón” frente a esos riesgos de contagio (especialmente si la Administración Duque no logra aprobar una reforma tributaria de buen calado durante 2018); y ii) ayudaría a compensar el riesgo de no renovación de la “línea flexible” de crédito contingente con el FMI, hoy vigente hasta por US\$11.000 millones. Estos temas pronto los estaremos analizando a profundidad.

A nivel micro-sectorial, se tuvieron deflaciones en los grupos de diversión-esparcimiento (-0.13%) y vestuario (-0.05%), mientras que se observaron repuntes en educación (+0.30%) y vivienda (+0.18%). Por su parte, el IPP reportó una inflación del +2.39% en septiembre (vs. -0.17% un mes atrás), llevando su lectura anual a preocupantes niveles del +7.21% anual (vs. 5.16%). Dichas variaciones anuales se explican principalmente por el alto incremento en el subíndice de minería a ritmos del 31.2% anual, donde el único alivio proviene del costo de los importados (+2.5% anual), lo cual podría cambiar rápidamente.

En Estados Unidos se ha empezado a vislumbrar una problemática que hemos denominado 4 x 4 x 4 (siguiendo a JP Morgan), refiriéndonos a la combinación de: i) crecimiento de su PIB-real a ritmos del 4% (anualizado); ii) una tasa de desempleo tan baja como un 3.7%; y iii) una inminencia de inflaciones con lecturas hasta del 4% anual.

Esa fórmula de recalentamiento luce insostenible al horizonte 2019-2020 y de allí la probabilidad de una marcada desaceleración económica para entonces. A esta situación cabe añadirle el hecho de que el dé-

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Nelson Vera y Julián Cortés

ficit fiscal de los Estados Unidos estará llegando al 5% del PIB en 2019 y, para entonces, el Fed podría estar apuntalando tasas de los Tesoros también al 5% en la parte larga de la curva. Este cuadro refuerza la hipótesis de una posible recesión en los Estados Unidos a horizontes de 18-24 meses, tras haberse cumplido uno de los ciclos expansivos más largos de las últimas tres décadas.

En Colombia, los indicadores líderes continúan mostrando señales de recuperación. Por ejemplo, la producción industrial registró expansiones del +2.7% anual en enero-julio de 2018 (vs. +0.1% un año atrás) y el comercio minorista del +5.9% (vs. -0.8%). En ello han jugado dos factores centrales: i) la superación del choque de costos que había generado un año atrás el aumento del IVA del 16% al 19% (Ley 1819 de 2016); y ii) el alza en los índices de confianza del consumidor (ahora con lecturas positivas de +4 vs. valores negativos durante los últimos tres años).

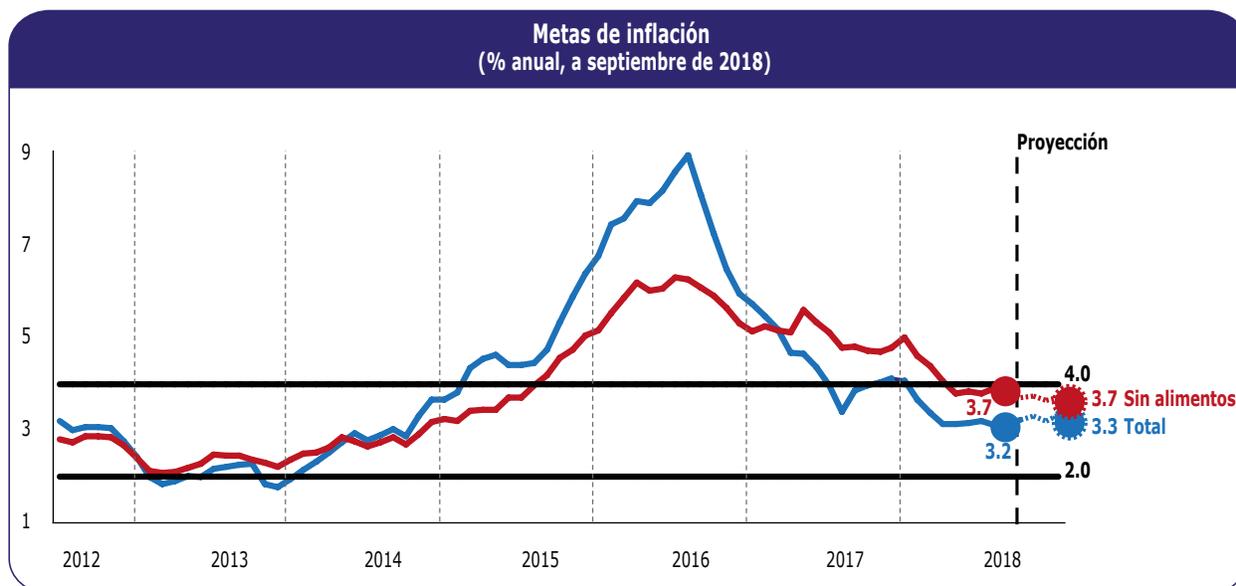
No obstante, preocupa el continuo deterioro del mercado laboral, donde la tasa de desempleo ha venido promediando un 9.9% en lo corrido del año a agosto de 2018. Esto implica un deterioro de +0.2pp, con alta probabilidad de que el presente año promedie un 9.6% de desempleo nacional y un 10.8% en las zonas-urbanas. Este factor laboral continuará drenando la calidad de la cartera-bancaria respecto de sus niveles actuales de morosi-

dad del 5% en el total y de casi 10% al contabilizar también los castigos.

Esta contraposición entre la moderada recuperación económica de Colombia y las persistentes presiones inflacionarias (arriba comentadas) llevó al BR a extender su período de pausa en la repo, dejándola en 4.25% en su última reunión de septiembre. Ello estuvo en línea con el pronóstico del mercado, donde el 100% de los encuestados recomendaba y esperaba que el BR la mantuviera inalterada (ver *EARC* No. 111 de septiembre de 2018).

Dado que al repunte de la inflación de alimentos podrían añadirse mayores presiones de costos energéticos y devaluacionistas, hemos concluido que el espacio para reducciones adicionales en la repo del BR se ha agotado. Por ello, Anif recomienda y espera que la tasa repo se mantenga inalterada en el 4.25% actual en la próxima reunión de la junta del BR y, probablemente, por el resto del 2018.

Esto implica que tendremos que contentarnos con una repo-real (computada contra la inflación “sin-alimentos”) con valores de estímulo moderado, ubicándose en 54pb (= 4.25% repo-nominal - 3.71% inflación sin alimentos). Más aún, el BR ahora tendrá que monitorear de cerca el potencial contagio financiero proveniente de otros emergentes y prepararse para adoptar un ciclo alcista en su tasa-repo tan temprano como marzo de 2019.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.