

# Comentario Económico del día

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga

Septiembre 9 de 2014

## La inflación de agosto y la encrucijada de la política monetaria

El Dane reportó que el mes de agosto registró una inflación del 0.2%. Este dato resultó ligeramente superior al previsto por los analistas (0.12%) y también frente a la cifra observada un año atrás (0.08%). Con ello, la lectura de inflación aumentó levemente del 2.89% anual al 3.02%, ubicándose ahora en el punto medio del rango-meta de largo plazo del Banco de la República (BR), ver gráfico adjunto. Este comportamiento se explica principalmente por la inflación de alimentos, pasando del 3.26% al 3.47% anual y, en menor medida, por el aumento de la inflación subyacente (sin alimentos), elevándose del 2.75% al 2.84%.

A nivel microsectorial, la inflación de agosto se incrementó principalmente en los grupos de alimentos (0.35%), vivienda (0.29%), salud (0.14%), educación (0.1%) y otros gastos (0.09%). La deflación ocurrió en comunicaciones (-0.02%), diversión (-0.03%) y vestuario (-0.03%). La sorpresa negativa estuvo por el lado de la inflación al por mayor, pues el IPP registró una preocupante variación del 0.7% durante solo el mes de agosto, elevando su lectura anual del 2.3% al 3%.

Ahora bien, durante el resto de 2014, la postura monetaria del BR estará abocada a una encrucijada proveniente de las señales encontradas que le plantean, de una parte, la desaceleración global-local y, de otra parte, las mayores presiones inflacionarias (antes comentadas). En efecto, las presiones sobre la brecha de Producto de Colombia probablemente serán de menor calado por cuenta de un Estados Unidos que ahora se perfila hacia crecimientos de solo un 2% (vs. 2.8% esperado anteriormente), donde la cuenta externa deficitaria de Colombia (bordeando un 4.5% del PIB) transmite señales contractivas a nivel local.

Adicionalmente, la producción industrial del país tan solo acumula una expansión del 2% anual en lo corrido del año a junio de 2014 (vs. 2.5% a mayo). El crecimiento del comercio minorista se ha estancado en 7% en junio (vs. 7.8% a mayo). Por su parte, pese a que la tasa de desempleo se ubicó en el 9.3% en julio de 2014 (vs. 9.9% de 2013), la generación de empleo apenas creció un 1.1% (vs. 2.5%), mientras que el descenso en la Tasa Global de Participación (63.5% vs. 64.1%) debería haber ayudado a una mejor lectura en dicha tasa (ver ALI No. 96 de septiembre de 2014).

Hasta agosto del presente año, la Junta Directiva del BR se había comportado según las expectativas del mercado, completando alzas en la repo-central por 125pbs y llevándola al 4.5% nominal en su sesión del pasado 29 de agosto (decisión por mayoría), ver EARC No. 68 de agosto de 2014. Sin embargo, la transmisión del canal crediticio ha sido nula, pues la DTF ha permanecido estática en el 4% a lo largo del presente año frente a un incremento esperado de

Continúa

## CRÉDITOS DE LIQUIDEZ Y CARTERA ORDINARIA.

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

[www.bancoavillas.com.co](http://www.bancoavillas.com.co)

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de Ana María Zuluaga

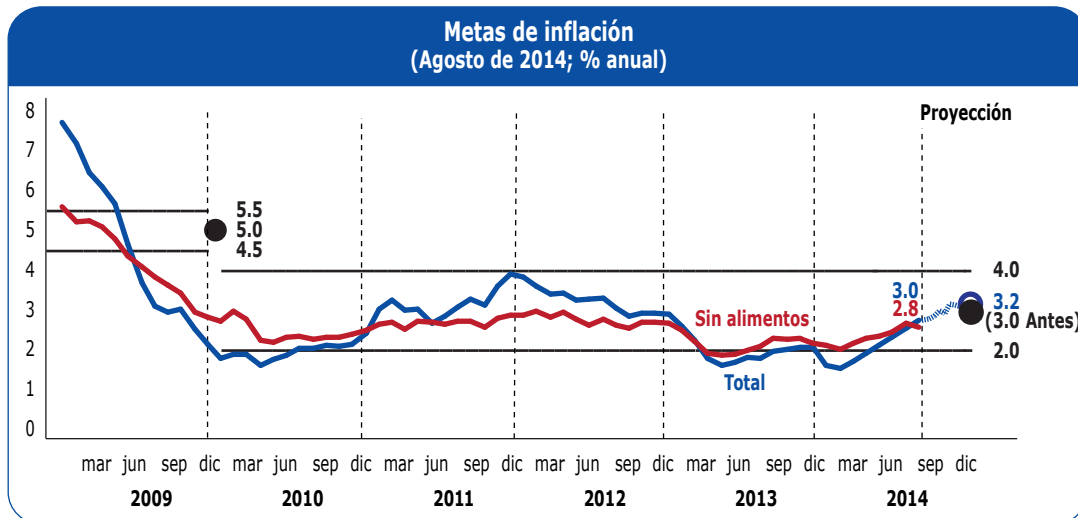
al menos +125pbs. Asu vez, el crédito total también ha continuado expandiéndose a tasas del 10% real, señal de que el impacto sobre la demanda agregada ha sido igualmente nulo.

Dada la lentitud en la transmisión de esa nueva postura monetaria, el BR podría estar arriesgando, por el lado de las expectativas y del crédito, un desborde del umbral inflacionario hacia la franja 3.25% a 3.5% al cierre de 2014, en vez de ubicarse en el anclaje deseado del 3%-3.25%. No obstante, mirado por el lado de la brecha de Producto, nuestros indicadores líderes (ALI) hablan de una posible desaceleración del crecimiento hacia cerca del 3.5% anual durante el segundo semestre frente al 5.7% anual observado en el primer semestre de 2014, lo cual implicaría una variación del PIB-real del 4.6% en el 2014 (como un todo). Dicho en otras palabras, la brecha de inflación y las presiones crediticias recomendarían continuar con las alzas en las tasa repo de forma inmediata, pero la brecha de Producto daría señales de pausa en dichas alzas.

Adicionalmente, debemos considerar factores estructurales. Al respecto existe una polémica (sin saldarse) sobre si el potencial de la economía colombiana se mantiene en el 4.5% anual o si este se ha elevado hacia el 5%. De mantenerse en 4.5% anual, la tasa repo-real neutral debería llevarse al 2%, frente al 1.7% que actualmente registra, lo cual implicaría pensar en añadir entre +25pbs o +50pbs a la actual repo-central de 4.5% antes de concluir el 2014. En esta materia del potencial de crecimiento se requieren evaluaciones cuidadosas para sopesar los efectos de la NAIRU (que Anif actualmente estima en 9%) y de los nuevos proyectos de infraestructura, los cuales seguramente tendrán un impacto positivo más hacia el 2016-2020.

De esta manera, si dicho nivel de crecimiento potencial no se hubiera alterado (como Anif lo estima), es probable que el BR requiera llevar dicha tasa-repo nominal hacia el umbral de 4.75% o del 5% en los próximos meses, para evitar que la inflación desborde el rango 3.25%-3.5% al cierre de 2014. Sin embargo, en el corto plazo hemos constatado señales encontradas en la brecha de Producto (recomendando pausas) respecto de la brecha de inflación (recomendando alzas).

En este sentido, el BR haría bien en hacer un alto en el camino y esperar nueva información antes de proceder con alzas adicionales en su tasa. Si bien los datos de inflación de agosto sugieren la necesidad de continuar con las alzas en las tasas de interés, las señales de los indicadores de alerta anticipada (como nuestro ALI) sugieren realizar una pausa. Por todo lo anterior, Anif recomienda y espera que el BR deje inalterada su tasa repo-central en el 4.5% vigente en su próxima de Junta de septiembre.



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.