

Panorama inflacionario y perspectivas de la política monetaria en 2018

Entorno macroeconómico

El año 2018 arranca con la seria advertencia (para la Administración Santos I-II y para los candidatos electorales) de que la situación macro-financiera de Colombia luce frágil (lento crecimiento, repunte del desempleo y bajo recaudo tributario). Esto lo venían advirtiendo los *Credit Default Swaps* al transarse ya con la pérdida de un peldaño en su calificación de riesgo país.

Ahora Colombia ha quedado con la categoría simple de “Grado de Inversión” a manos de S&P, generándose un efecto cascada de degradaciones para el sector privado. Como es bien sabido, en dicha decisión pesaron las crecientes preocupaciones por: i) pérdidas en el potencial de crecimiento hacia valores del 3% anual (vs. el histórico 4.5% por quinquenios), donde el actual ciclo bajista solo permitirá expansiones promedio del orden del 2% anual durante 2016-2018; ii) debilidades en los “déficits gemelos” externo y fiscal, aún en niveles cercanos al 3.5% del PIB; y iii) alta incertidumbre electoral sobre cómo habrá de honrarse la Regla Fiscal durante 2019-2022.

Todas estas debilidades continúan siendo materia de preocupación para los analistas (incluido Anif) y el Banco de la República (BR), quien en su última reunión de enero redujo su tasa de intervención hacia el 4.5% (después de completar reducciones por 325pb durante el período diciembre 2016-enero 2018). Cabe señalar que actualmente esa repo-central (computada contra la inflación “sin alimentos”) exhibe una tasa repo-real suficientemente estimulante para el sector productivo y los hogares endeudados, pues se ubica en -50pb (= 4.5% repo-nominal - 5% inflación sin alimentos).

Panorama inflacionario y de la política monetaria

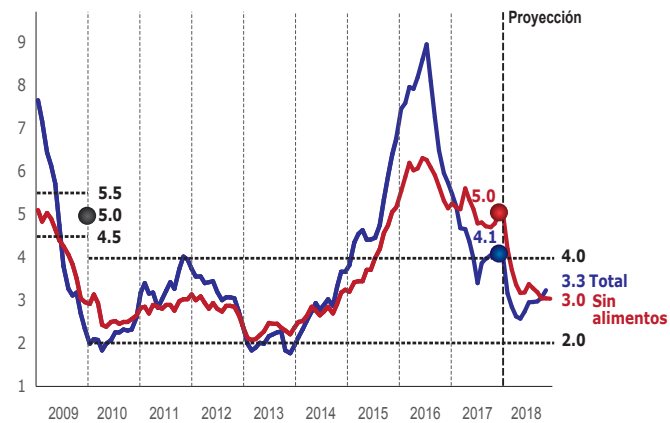
Durante el año 2017 se dio una relativa convergencia inflacionaria, donde confluyeron la brecha del Producto negativa con la reversa de fenómenos coyunturales observados durante 2016 (Fe-

nómeno de El Niño y *pass-through* cambiario). De esa manera, la inflación descendió a niveles del 4.1% al cierre de 2017 (vs. 5.7% de 2016), aunque terminó desbordando nuevamente (por tercer año consecutivo) el rango meta del BR (2%-4%), ver gráfico 1.

En particular, preocupa el repunte en la inflación subyacente (sin alimentos) a ritmos del 5% anual al cierre de 2017 (vs. 4.8% un mes atrás). También resultó sorpresivo observar cómo la inflación de bienes no-transables continúa incrementándose hacia valores del 5.5% anual, donde los regulados inclusive muestran un ritmo del 5.9% anual. En buena medida, esto último se explica por la alta inflación en transporte (4.5% anual), a su vez aupada por el incremento en los precios de la gasolina (10.5%). Gracias a que la inflación de alimentos se mantuvo cerca del 1.92% anual, el impacto sobre la inflación total no fue mayor.

Lo que va quedando claro es que la estrategia del bloque mayoritario dentro del BR, de apostarle a bajas repetidas en la inflación por cuenta de una pronunciada brecha del Producto negativa, se ha agotado. Más aún, las advertencias del grupo minoritario al interior de la Junta (de ir con mayor pausa) se han

Gráfico 1. Metas de inflación
(Variación % anual, diciembre de 2017)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

cristalizado. Ello implica que no luce prudente reducir la tasa repo por debajo del actual 4.5% hasta que se logre romper la barrera del 4.5% en la inflación “core” (vs. el 5% actual), lo cual el grueso del mercado (incluyendo a Anif) ve ocurriendo hacia el primer trimestre del año.

A nivel micro-sectorial, la inflación de diciembre se expandió principalmente en los grupos de cultura-esparcimiento (4.05%, dado el alto costo de las boletas del clásico finalista Millonarios-Santa Fe), comunicaciones (1.2%) y transporte (0.89%). Por su parte, el IPP reportó desaceleraciones en su inflación mensual hacia el 0.48% en diciembre (vs. 1.58% un mes atrás), aunque la lectura anual terminó por incrementarse hacia valores del 3.28% (vs. 1.39%).

Para 2018, Anif está pronosticando una rápida convergencia de la inflación hacia el rango meta durante el primer semestre, finalizando el año en niveles cercanos al 3.3% anual. En el frente externo, ello sería consistente con una devaluación peso-dólar promediando niveles cercanos al 2% anual durante 2018, reversando parcialmente la apreciación promedio del 3% que nos dejó la complacencia de los capitales *offshore* durante 2017. Inclusive, en el inicio de 2018, ha sorprendido la continuación de esa apreciación cambiaria a ritmos del 2% anual (bordeando la TRM \$2.800-2.850/dólar por cuenta de la recuperación del Brent hacia US\$70/barril), sobre-compensando el negativo efecto cambiario de la degradación de un escalón a manos de la calificadora de riesgo S&P.

La dinámica de la inflación subyacente (sin alimentos) sugiere moderaciones hacia el rango 3%-3.3% al cierre de 2018 (vs. el 5% de 2017). Allí estarían primando los efectos provenientes de: i) la persistente y negativa brecha del Producto (respecto del potencial del 3% anual), a pesar de que esta se irá aliviando a medida que se pasa de ritmos de crecimiento del 1.5% anual (a septiembre de 2017) hacia el 2.3% que se está pronosticando para 2018; y ii) los favorables efectos estadísticos provenientes de haber superado en 2018 el incremento del IVA del 16% al 19% durante 2017 (según la Ley 1819 de 2016).

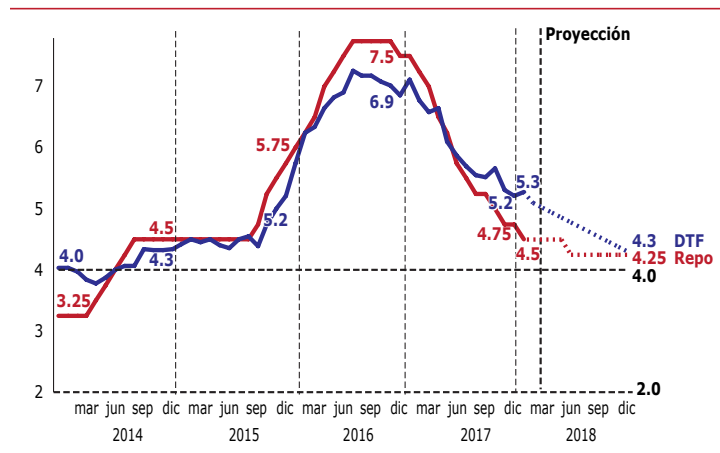
No obstante, el BR deberá estar atento a potenciales presiones de costos provenientes de:

i) mayores costos laborales, donde el incremento del SML del 5.9% ha desbordado en casi 1pp lo sugerido por la “fórmula universal” (4.9% = 4.1% inflación de 2017 + 0.8% productividad laboral, según cálculos de Anif); ii) la eventual devaluación cambiaria (2% promedio anual); y iii) la inflación de regulados (particularmente combustible-transporte) por cuenta de un alza esperada del 11% en el Brent (según lo comentado).

En síntesis, la inflación de 2017 cerró en el 4.09% anual, desbordando por tercer año consecutivo el rango meta del BR (2%-4%). Ello sugiere que, *ex-post*, terminó acertando la postura minoritaria al interior de la Junta del BR, la cual sugería ir con algo de mayor pausa en las reducciones de la repo-central (habiéndose completado -325pb durante finales de 2016-inicios de 2018). Cabe señalar que actualmente esa repo-central exhibe una tasa real suficientemente estimulante del -0.5% (= 4.5% repo-nominal - 5% inflación sin alimentos).

Prospectivamente, reducciones adicionales en la repo requerirían que la inflación-subyacente rompiera a la baja la barrera del 4.5% anual, llevando al BR a reducir su tasa probablemente hacia niveles del 4.25% al cierre de 2018 (-25pb frente a sus niveles actuales del 4.5%), ver gráfico 2. Si bien los riesgos por cuenta de excesos de demanda lucen controlados, existen potenciales agravantes de inercia inflacionaria y de presiones de costos por cuenta del excesivo ajuste del SML y del repunte en los precios de los combustibles.

Gráfico 2. DTF y Repo
(%, tasas nominales a enero de 2018)



Fuente: cálculos Anif con base en Banco de la República.