

Desaceleración económica y panorama inflacionario 2017-2018

Entorno macroeconómico

La economía colombiana ha venido presentando desaceleraciones estructurales en su crecimiento económico, donde el fin del auge minero-energético ha implicado pérdidas de potencial de crecimiento hacia niveles de solo un 3% durante 2015-2020 (vs. el 4.5% histórico). Aún peor, durante 2016-2018, Colombia completará pobres expansiones del orden del 2%, incluso por debajo de dicho nuevo potencial, persistiendo debilidades en los frentes fiscales-externos (rondando todavía niveles cercanos al 4% del PIB en los déficits gemelos).

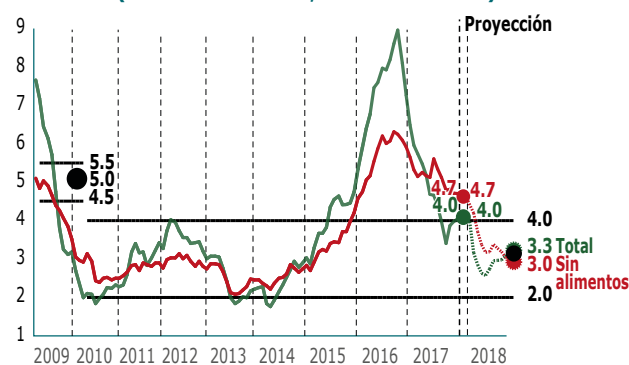
Las cifras más recientes confirman dicha tendencia de desaceleración. Si bien el crecimiento del tercer trimestre de 2017 rondó el 2% anual (vs. 1.2% un año atrás), el acumulado enero-septiembre tan solo llega a expansiones del 1.5% anual (desacelerándose frente al 2.1% de un año atrás). Allí no solo preocupa dicho bajo nivel de crecimiento, sino la debilidad de sectores clave. Las sorpresas negativas fueron particularmente graves en: i) la industria (-1.2% anual en enero-septiembre de 2017 vs. +3.6% un año atrás), donde se evidencian señales de agotamiento del impulso de la refinación así como un escalamiento del contrabando con fuertes afectaciones en las manufacturas de textiles-calzado; y ii) la construcción (-0.9% vs. +4.4%), donde el rasgamiento de la burbuja hipotecaria (no apalancada) ha implicado caídas del -10.3% anual en su componente de edificaciones, opacando el dinamismo de las obras civiles (+6.6%). Evitaron mayores descalabros el repunte del agro (+6.3% anual en enero-septiembre de 2017 vs. -0.1% un año atrás), gracias al efecto estadístico de superación del fenómeno climático de El Niño, y los establecimientos financieros-servicios empresariales (+3.9% vs. +4.8%). Aunque en este último caso se tienen tensiones en el ciclo crediticio, evidenciadas en los aumentos de la cartera mo-

rosa, llegando a niveles del 4.5% en su indicador tradicional (vs. el 3.3% de un año atrás).

Paradójicamente, el mercado laboral ha venido mostrando algo de resiliencia, promediando la tasa de desempleo nacional valores del 9.7% durante enero-septiembre de 2017 (no muy diferente del 9.6% observado un año atrás). Donde sí se ven preocupantes deterioros es en el desempleo urbano, donde se vienen presentando niveles persistentes cercanos al 11%, consistentes con deterioros del orden del 0.7% respecto a lo observado un año atrás.

Todas estas debilidades han llevado incluso al Banco de la República (BR) a acentuar su política contracíclica, bajando su tasa repo hacia el 4.75% en su reunión de noviembre (completando reducciones por 300pb entre diciembre de 2016-noviembre de 2017), sorprendiendo al grueso del mercado. Esta tasa repo real cuasi nula (= 4.75% repo nominal - 4.7% de inflación subyacente) luce suficientemente estimulante. Sin embargo, su efecto sobre el abaratamiento del servicio de la deuda de los hogares tomará unos 6-12 meses, dado que el grueso de esos créditos está contratado a tasa fija y, además, su grado de apalancamiento bordea el 40% respecto de su ingreso disponible.

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



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

Panorama inflacionario y de la política monetaria

Durante el año 2017 se ha venido presentando una relativa convergencia inflacionaria (aunque con algunos repuntes durante meses recientes). Allí han confluído la brecha del Producto negativa (según lo comentado) con la reversa de fenómenos coyunturales observados durante 2016. En estos últimos cabe mencionar: i) los efectos de escasez de productos agrícolas por el fenómeno climático de El Niño, agravados por el paro de transportadores del segundo semestre de 2016; y ii) el efecto del *pass-through* cambiario, luego de la marcada devaluación observada durante 2015-2016 (promediando valores cercanos al 25%).

En efecto, las últimas cifras reveladas por el Dane mostraban inflaciones mensuales del +0.02% en octubre de 2017, cifra bastante inferior al consenso del mercado (+0.09%), pero superior a la registrada un año atrás (-0.06%). Ello implicó un leve aumento en la inflación total hacia el 4.05% anual (vs. 3.97% anual del mes anterior), reafirmando el giro alcista que preveíamos en los últimos meses (una vez disipados los efectos estadísticos positivos ya comentados).

En particular, la inflación de alimentos repuntó hacia lecturas del 2.51% anual al corte de octubre (vs. 2.22% anual del mes anterior). Dicho incremento en los alimentos contrarrestó las reducciones marginales de la inflación subyacente (sin alimentos) hacia el 4.7% anual (vs. 4.72% un mes atrás), ver gráfico 1. A nivel microsectorial, la inflación de octubre se expandió principalmente en los grupos de cultura, diversión y esparcimiento (+0.31%) y vivienda (+0.21%), mientras que tuvo contracciones en vestuario (-0.08%).

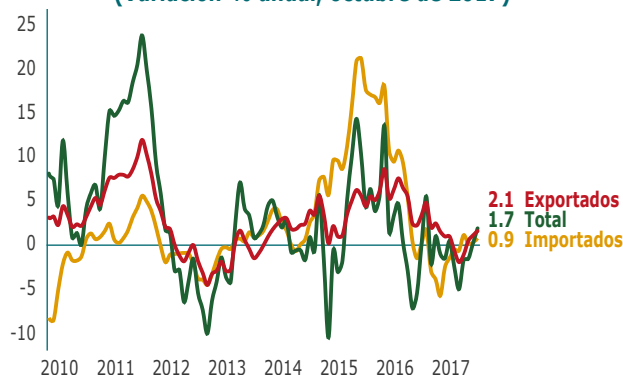
Por su parte, el IPP reportó una inflación mensual del 0.8% en octubre de 2017, causando una aceleración en la lectura anual al pasar del 1.19% al 1.73% en el último año (ver gráfico 2). Al analizar el IPP por actividad económica, se observa que la inflación del agro pasó del +5.9% anual en octubre de 2016 al -0.3% en octubre de 2017, luego de haber disminuido a ritmos promedio del -4.6% anual en el primer semestre de 2017. Ello es consecuencia del desvanecimiento de los choques de oferta provenientes del fenómeno de El Niño y del paro

de transportadores observados durante 2016, y de los excesos de oferta (en el caso del arroz) como resultado del programa “Colombia Siembra”.

Los costos de los bienes de la minería se elevaron del 0.1% anual en octubre de 2016 al 4.5% en el mismo mes de 2017. Esto se explica por los mayores precios de los minerales de oro-platino y sus concentrados (+6% anual en octubre de 2017). En contraste, la inflación de los bienes industriales se redujo del 4.1% anual en octubre de 2016 al 1.5% en 2017.

Teniendo en cuenta todo lo anterior, Anif estima que la inflación estaría cerrando el año 2017 en niveles cercanos al 4% anual (vs. el 5.7% de 2016), lo cual es consistente con una inflación de alimentos del orden del 2.2% y una inflación básica estable en sus actuales niveles del 4.7%. Para el año 2018, proyectamos una convergencia inflacionaria hacia niveles del 3.3% al cierre del año. Allí estarían jugando a favor: i) el efecto estadístico del incremento en la tasa general del IVA del 16% al 19% mandado en la Ley 1819 de 2016; y ii) una brecha del Producto aún en terreno negativo, donde proyectamos repuntes marginales en el crecimiento económico hacia el 2.3% en 2018 (vs. el 1.8% que probablemente se observará en 2017, pero todavía inferior al nuevo potencial del 3%). Todo ello estaría abriendo algún espacio para incrementar el impulso contracíclico por parte del BR, el cual podría llevar su tasa repo hacia niveles del 4.5% al cierre de 2018 (-25pb frente al 4.75% proyectado para diciembre de 2017).

Gráfico 2. Índice de Precios al Productor (Variación % anual, octubre de 2017)



Fuente: Dane.