



SEÑALES DE ALI PARA FEBRERO DE 2017 (INFORME ESPECIAL: DINÁMICA DE LA TASA DE CAMBIO REAL)

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de:
Andrea Ríos
y Nelson Vera

Contenido Pág.

Señales de ALI para febrero de 2017 2

Pronóstico para febrero de 2017 3

Informe especial: Dinámica de la tasa de cambio real 4

Asociación Nacional de Instituciones Financieras- ANIF
Calle 70 A No.7-86
Teléfonos: 310 1500 - 310 2041
Fax: 235 5947 - 312 4550. Bogotá

Correo electrónico: anif@anif.com.co
Página web: www.anif.co

Aunque ya han pasado tres años desde el inicio de la frágil recuperación de las economías desarrolladas en 2013, la economía mundial aún no parece recuperarse del todo, pues probablemente solo se expandió a ritmos del 3.4% durante 2016, cifra solo marginalmente superior al 3% de 2015.

Para 2017 se pronostica un crecimiento global estancado en el 3.4%, pues la probabilidad de materializar los estímulos fiscales anunciados por Trump (2017-2021) luce baja en el corto plazo. Los crecimientos seguramente estarán cerca del 2% en 2017 y del 2.5% en 2018 en el caso de Estados Unidos (vs. el pobre 1.6% de 2016). La buena noticia es que dicha economía parece haber superado la “trampa de liquidez” y el Fed seguramente entrará a enfrentar la nueva fase de reflación con incrementos de su tasa hacia el 1.25% frente al actual 0.75%, a lo largo de 2017. Es claro que el alza del petróleo hacia US\$55/barril Brent y el pleno empleo pondrán presiones inflacionarias significativas, bordeando actualmente ya un 2.2% en la “inflación subyacente” de Estados Unidos. Para el período 2018-2020 se

anticipa una parcial reversión de este rebote de corto plazo en Estados Unidos, por cuenta del deterioro fiscal y de la persistencia de desafíos estructurales (demográficos y de estancamientos en su productividad), posiblemente agravados por la retórica proteccionista.

La Zona Euro apenas lograría expansiones del 1.5% durante 2017 (estancada frente a 2016), donde resulta preocupante observar cómo las constantes inyecciones de liquidez no parecen solucionar los problemas estructurales de desempleo y la debilidad de su sistema financiero. Las economías emergentes han seguido perdiendo crecimiento potencial y solo crecerían un 4.5% en 2017 (vs. 7% pre-Lehman), con agravantes de elevados niveles de apalancamiento y perspectivas de retornos de capital hacia Estados Unidos para fondar la inversión en infraestructura del nuevo “Trumponomics”.

Localmente, el PIB-real se expandió al 1.9% anual en el acumulado enero-septiembre de 2016, lo cual refleja una clara desaceleración frente al 3% observado un año atrás. Dicha desaceleración es un resultado

ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

ALI

ANIF LEADING INDEX



Un Mundo de Conocimiento
La Fortaleza de la Inversión



“natural” del ajuste que producen los altos déficits externos (aún en niveles del 4.5% del PIB en 2016 vs. 3% del PIB en 2009-2013, antes del inicio de la reversión minero-energética en 2014). El frente laboral sigue mostrando tensión, observándose valores promedio del 9.2% en la tasa de desempleo durante 2016 (+0.3pp frente a 2015), donde pronosticamos repuntes hacia un desempleo del 9.5% en 2017 por cuenta de la indexación salarial y la desaceleración en la demanda agregada.

Como veremos a continuación, todo esto da sustento a nuestro pronóstico de crecimiento del PIB-real del 1.5% anual para el cuarto trimestre de 2016 (en el rango 1.3%-1.8%), cifra inferior al 3.3% observado durante el mismo período de 2015 (ver ALI No. 121 de diciembre de 2016). De esta manera, Anif mantiene su pronóstico del PIB-real en el 1.8% para 2016 (como un todo) y en el 2.2% para 2017.

La batería de indicadores ALI, al cierre de noviembre de 2016, ratifica dichas señales de desaceleración. En efecto, 11 de los 14 indicadores se ubicaron en la categoría de “regular” comportamiento (vs. 6 en 2015) y 1 en la de “mal” desempeño (vs. 3 en 2015). En esta ocasión también analizaremos el comportamiento de la tasa de cambio real (ITCR), donde veremos cómo el repunte inflacionario de 2016 (5.7% al cierre del año, pero con picos del 9% en julio) implicó perder cerca de la mitad de

los 40 puntos de mayor competitividad, producto del fin del auge minero-energético.

Señales de ALI para febrero de 2017

Al corte de noviembre de 2016, el Índice de Difusión (que establece la intensidad de los impulsos positivos al PIB) disminuyó de 0.28 a 0.26, dado el mayor número de indicadores ubicados en la categoría de

“regular” desempeño. Dicha debilidad en los impulsos positivos ocurrió a pesar del aumento en el porcentaje de indicadores líderes de ALI que realizaba dichas contribuciones positivas (93% frente al 79% de un año atrás).

En el plano de “muy buen” comportamiento no se ubicó ninguno de los indicadores líderes (ver cuadro 1). En la categoría de “buen” desempeño se situaron las exportaciones y el comercio

Cuadro 1. Indicadores líderes a noviembre de 2016 (pronóstico para febrero de 2017)

		<div> <div>✓ Febrero-2017</div> <div>● Febrero-2016</div> </div>			
	Variables	Muy bueno	Bueno	Regular	Malo
Sector real (50%)	1. Demanda energía		●		✓
	2. ITCR	●		✓	
	3. Existencias			● ✓	
	4. Pedidos			● ✓	
	5. Cap. instalada vs. demanda			● ✓	
	6. Despachos de cemento			● ✓	
	7. Import. de bienes de capital			✓ ●	
	8. Exportaciones		✓		●
	9. Comercio al por menor		✓		●
	10. Producción industrial		●	✓	
	11. IPP		●	✓	
Sector monetario (50%)	12. DTF			● ✓	
	13. M3			● ✓	
	14. Total cartera		●	✓	

Fuente: cálculos Anif.

ÍNDICE LÍDER COMPUESTO

ALI

ANIF LEADING INDEX



Un Mundo de Conocimiento
La Fortaleza de la Inversión



al por menor, subiendo dos escalones. Después de casi dos años de contracciones, las exportaciones registraron expansiones del 13% anual en noviembre de 2016, principalmente por el incremento del 22% en las exportaciones no tradicionales. El comercio, por su parte, registró un crecimiento del +6.1% anual en noviembre de 2016 (vs. -1.5% un año atrás), por cuenta del buen desempeño puntual de las ventas de vehículos-motocicletas (23.8%) y electrodomésticos (23.4%).

En el plano de “regular” desempeño se situaron 11 de los 14 indicadores (8 del sector real y 3 del monetario). Allí figuraron las importaciones de bienes de capital, subiendo un nivel. En efecto, las importaciones moderaron sus contracciones hacia un -7.6% anual en noviembre de 2016 (vs. -26.3% un año atrás), gracias al repunte de las importaciones de equipo de transporte (+17.6% vs. -39% en 2015). También se ubicaron en la categoría de “regular” comportamiento los indicadores de percepción empresarial (existencias, pedidos y capacidad instalada vs. demanda), los despachos de cemento, la DTF y el M3, manteniéndose en el mismo nivel de un año atrás. Los despachos de cemento

se contrajeron un -4.6% anual en noviembre de 2016 (vs. +2.6% de 2015), debido principalmente a los menores despachos de los departamentos de La Guajira (-40.3% vs. +15.8% en 2015) y Cesar (-29.1% vs. +21.9%). Por su parte, la DTF se ha mantenido alrededor del 6.8%-7.1% durante los últimos meses, todavía algo rezagada frente a la repo-central del BR (7.5%).

También registraron un “regular” comportamiento la cartera, el IPP y la producción industrial (cayendo un escalón) y el ITCR (cayendo dos escalones). La cartera continuó desacelerándose a ritmos del 2.1% real en noviembre de 2016 (vs. 8.9% de un año atrás), registrando algún deterioro en su calidad (aunque se parte de valores históricamente bajos del 3.5% en la relación cartera vencida/total). El IPP exhibió una inflación del 5.1% anual en noviembre de 2016 (vs. 5.9% un año atrás), destacándose el au-





mento en los precios de la minería a ritmos del 7.1% anual. La producción industrial se expandió un 1.6% anual en noviembre de 2016 (vs. 6.4% de 2015), donde la buena dinámica de la fabricación de productos de caucho (+83% anual) fue contrarrestada por la fuerte contracción en la producción de carrocerías (-30.3%). Por último, el ITCR pasó de registrar devaluaciones cercanas al 15% anual en noviembre de 2015 a apreciaciones del 0.2% en noviembre de 2016.

Finalmente, en la categoría de “mal” desempeño se ubicó la demanda de energía, descendiendo dos niveles. Este indicador registró una caída del -0.8% anual en noviembre de 2016 (vs. +3.4% un año atrás), producto de contracciones del -1.9% en el segmento no regulado y crecimientos nulos del regulado.

Pronóstico para febrero de 2017

1. Análisis de niveles: El valor de ALI-ajustado fue de 287.5 en noviembre de 2016 frente al 286.8 observado hace un año. Este comportamiento lo representaremos con una flecha curva hacia abajo, lo cual indica que el incremento en la dinámica terminará por reflejarse en una desaceleración frente al año anterior (ver cuadro 2).

Cuadro 2 · Pronóstico ALI para febrero-2017

Cuadro 2 · Pronóstico ALI para febrero-2017					
Febrero	Niveles (ajustados)	Variaciones estandarizadas	Difusión		Pronóstico
			ID	%	Febrero-2017
2015	286.8	-0.55	0.28	78.6	
2016	287.5	-0.92	0.26	92.9	
Señal					

Fuente: cálculos Anif.



2. Análisis de varia-

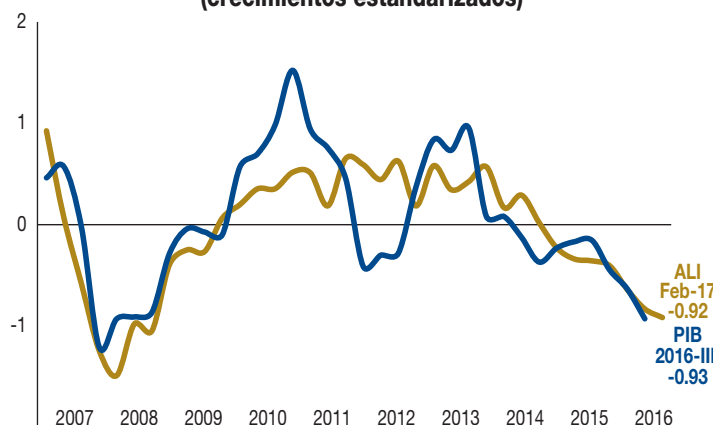
ciones: El crecimiento estandarizado de ALI pasó del -0.55% al -0.92% anual durante noviembre de 2016 (ver gráfico 1). Este comportamiento negativo lo representaremos con una flecha doble hacia abajo.

3. Índice de Difusión (ID):

Los aportes positivos al Producto tuvieron una reducción en el último año, pasando de 0.28 a 0.26. En contraste, el porcentaje de variables que realizó dichos aportes aumentó del 78.6% al 92.9%. Esta dinámica la representaremos con una flecha descendente, lo cual refleja señales de debilidad.

Así, al corte de noviembre de 2016, la batería de indicadores ALI mostraba señales de debilidad económica. En efecto, el análisis de niveles, el crecimiento estandarizado y el Índice de Difusión sugieren una desaceleración del PIB-real hacia febrero de 2017. Lo anterior nos da sustento estadístico para mantener nuestro pronóstico de crecimiento del PIB-real del 1.5% anual para el cuarto

Gráfico 1. ALI ajustado vs. PIB (crecimientos estandarizados)



Fuente: cálculos Anif con base en Dane.

trimestre de 2016 (en el rango 1.3%-1.8%). De concretarse esta cifra, el PIB-real habría registrado una expansión del 1.8% en el año 2016 (como un todo). Asimismo, Anif mantiene su pronóstico de crecimiento del 2.2% para 2017 (como un todo).

Informe especial: Dinámica de la tasa de cambio real

Durante 2014-2016, Colombia ha venido sufriendo los perniciosos efectos del fin del auge minero-energético (tanto en volúmenes como en precios), lo cual

ha implicado: i) la pérdida de cerca de 1.5pp de crecimiento-potencial (pasando del histórico 4.5% al 3% actualmente); ii) faltantes del 2% del PIB en recaudo tributario, requiriendo tramitar la Reforma Tributaria de la Ley 1819 de 2016 (aunque el adicional del 0.6% del PIB resultó siendo solo la mitad de lo esperado inicialmente), ver *Informe Semanal* No. 1347 de enero de 2017; y iii) fuertes aumentos en el déficit externo, llegando a picos del 6.4% del PIB en 2015 y solo con moderadas correcciones hacia el 4.5% del PIB en 2016 (aún muy superior al 3% histórico).

Lo anterior nos llevó a pasar de apreciaciones cambiarias del 3% durante 2011-2013 a devaluaciones del 37% en 2015 y del 11% en 2016. El gráfico 2 muestra cómo ello corrigió los desalineamientos del 15%-20% en la tasa de cambio real (ITCR) frente a sus niveles PPA que nos había dejado la "Enfermedad Holandesa" (ver *Informe Semanal* No. 1102 de diciembre de 2011).



Infortunadamente, dicha devaluación generó un agudo *passthrough* cambiario, elevando la inflación hacia cerca del 6% anual durante 2015-2016, donde la inflación de los importados llegó a máximos del 20% en febrero de 2016. Así, la flotación cambiaria puso a prueba, por primera vez en la historia del Banco de la República, el marco de una inflación baja y estable bajo la Inflación Objetivo-Comprensiva (ver *Informe Semanal* No. 1307 de marzo de 2016). Nótese cómo dichos repuntes inflacionarios implicaron perder cerca de la mitad de los 40 puntos de devaluación real de 2014-2015, pasando el ITCR-IPC de niveles de 143.8 en diciembre de 2015 a 127.1 al cierre de 2016.

Para 2017, Anif pronostica una devaluación real cercana al 3%, consistente con repuntes en dicho ITCR-IPC hacia el rango 130-135. Ello es consistente con: i) devaluaciones nominales promedio del 5% dado el aún abultado déficit externo del 4% del PIB en 2017; y ii) convergencias en la inflación ha-



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

cia el 4.6% anual en 2017 (vs. 5.7% de 2016), donde el efecto estadístico a favor de menores precios de los alimentos y la brecha del Producto negativa compensaría las presiones alcistas provenientes del incremento del IVA.

Ahora bien, bajo un escenario externo más estresado, dicha devaluación real podría alcanzar el

8% (= 10% devaluación nominal + 2.5% inflación EE.UU. - 4.6% inflación Colombia). Resulta dicente que dichos riesgos externos sean un importante considerando para las calificadoras de riesgo en su decisión de mantener la “perspectiva negativa” en la calificación crediticia colombiana (a pesar de la aprobación de la Ley 1819 de 2016).