

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

153

Marzo 2015



Editorial: El ajuste macroeconómico frente a la nueva realidad petrolera

Actualidad: Perspectivas Globales del Mercado de Petróleo

Coyuntura Macroeconómica

TENDENCIA ECONÓMICA

EDITORES

Leonardo Villar
Director Ejecutivo

Natalia Salazar
Subdirectora

Camila Pérez
Directora de Análisis Macroeconómico
y Sectorial

OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 325 97 77
Ext.: 340 | 365 | 332
comercial@fedesarrollo.org.co

DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano
Formas Finales Ltda.
mconsuelolozano@hotmail.com

ISSN 1692-035X



Calle 78 No. 9-91 | Tel.: 325 97 77
Fax: 325 97 70 | A.A.: 75074
<http://www.fedesarrollo.org.co>
Bogotá, D.C., Colombia

CONTENIDO

- 1** EDITORIAL
Pág. 3 El ajuste macroeconómico frente a la nueva realidad petrolera
- 2** ACTUALIDAD
Pág. 7 Perspectivas Globales del Mercado de Petróleo
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA
Pág. 15

Tendencia Económica se hace
posible gracias al apoyo de:



El ajuste macroeconómico frente a la nueva realidad petrolera*

La abrupta caída en el precio del petróleo cambió radicalmente el panorama macroeconómico del país. Frente a choques externos del pasado, hoy en día Colombia cuenta con mecanismos *automáticos*, como la flexibilidad cambiaria, la regla fiscal y la estabilidad financiera, que han permitido absorber parte de sus efectos. Pero ello no parece ser suficiente para corregir el desbalance macroeconómico que se refleja en el abultado déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, que superó 5% del PIB en 2014 y se proyecta superior a 6% en 2015. Un escenario como el actual exige un accionar de las autoridades económicas orientado a permitir un ajuste ordenado y gradual, que contiene tres elementos cruciales: el incremento de los ingresos tributarios, el crecimiento controlado del gasto público y la diversificación de la base exportadora en el mediano plazo. Las últimas cifras y anuncios del Gobierno indican que este ajuste ya comenzó. Decididamente hay que continuarlo y profundizarlo. El consecuente menor crecimiento económico frente al esperado hace un tiempo para este y el próximo año genera desilusión, pero es inevitable para facilitar una corrección del desequilibrio en la cuenta corriente y transitar en el mediano plazo hacia un nuevo período de crecimiento económico alto y sostenible.

La bonanza del sector petrolero, caracterizada por un aumento en el precio del crudo y de las cantidades producidas y exportadas, permitió que entre 2006 y 2013 el PIB creciera en promedio 0,9 puntos porcentuales más por año frente a un escenario sin auge (Fedesarrollo, 2014). Este buen crecimiento económico se vio acompañado de una fuerte expansión de la inversión privada, la provisión de divisas y la generación de ingresos públicos. Un par de cifras resultan ilustrativas: el petróleo y sus derivados pasaron de representar el 26% de las exportaciones totales del país en 2006 a cerca de 53% en el periodo 2011-2014, mientras que los impuestos y las utilidades de Ecopetrol aportaron alrededor del 20% de los ingresos corrientes de la Nación en 2014, a lo cual habría que

* La elaboración de este artículo contó con la colaboración de Camila Orbegozo.

sumar el impacto de las regalías dentro de las finanzas de los entes territoriales, que actualmente equivalen a más del 1% del PIB.

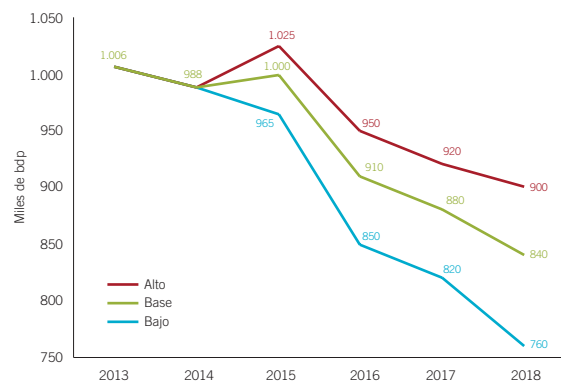
Pero este escenario favorable cambió desde mediados del año anterior. Sin que el mundo lo anticipara, en junio de 2014 comenzó a caer precipitadamente el precio del petróleo, disminuyendo 50% en un lapso de 6 meses, hasta alcanzar, desde finales del año pasado, valores mínimos para el último lustro. A diferencia de episodios anteriores, la reciente corrección a la baja refleja un ajuste estructural del mercado global del crudo, que va más allá de una caída coyuntural. De acuerdo con el reporte del mercado de petróleo de mediano plazo elaborado por la OECD y la EIA (2015), con los ajustes recientes la oferta de crudo por fuera de la OPEP se ha tornado más elástica ante cambios en los precios, particularmente por la oferta de no convencionales. Al mismo tiempo, la demanda de crudo se ha mostrado más inelástica al precio, por cuenta de las fuentes alternativas de energía y la debilidad en las proyecciones de crecimiento de las principales economías. Como resultado de lo anterior y debido a que no se espera una reducción en la oferta de crudo mundial en el mediano plazo, Fedesarrollo prevé que el choque será persistente, con unos precios que aunque se recuperen gradualmente, e incluso en los escenarios más optimistas, seguirán siendo inferiores a los picos observados durante el boom, tal como se muestra en el artículo de actualidad sobre el mercado petrolero en esta edición de Tendencia Económica.

Canales de transmisión del choque petrolero

La caída en los precios de los hidrocarburos no tendría un efecto inmediato sobre el volumen de producción de petróleo en el corto plazo, en la medida en que ésta afecta de forma limitada los incentivos de aquellos productores que ya tienen cierta capacidad instalada (FMI, 2015).

Sin embargo, el choque de precios sí tendrá un impacto permanente sobre la inversión en el sector, que se ha empezado a percibir desde finales del año pasado. En línea con lo anterior, se espera un recorte sustancial en la producción futura a través de la menor exploración y el bajo desarrollo de nuevos campos. Así, mientras que el volumen de producción se mantendría por encima del millón de barriles en 2015, el impacto de los menores precios sobre la producción de petróleo del país se vería materializado a partir de 2016, cuando se iniciaría un descenso sostenido (ver Gráfico 1).

Gráfico 1
ESCENARIOS DE PRODUCCIÓN DE PETRÓLEO
EN COLOMBIA 2013-2018



Fuente: Proyecciones Fedesarrollo.

Cabe resaltar que, de acuerdo con estimaciones del FMI, el costo operacional por barril de petróleo en Colombia es cercano a los 15 dólares, relativamente alto frente a los de la gran mayoría de países productores, lo que hace aún menos atractiva la explotación petrolera en el país en un contexto de bajos precios y menores montos de inversión. Como consecuencia de esto, y dada la alta participación que tiene la inversión en el sector como parte de la inversión total en el país (14,9% en 2012), se espera una desaceleración en el ritmo de inversión de la economía con respecto a lo que se había observado en años anteriores.

En el frente fiscal, se espera una sustancial reducción en los ingresos provenientes del sector minero-energético a través de menores impuestos, regalías y dividendos. Para el 2015, se estima una caída asociada a los menores ingresos por la renta minero-energética, que pasarían de 2,4% del PIB en 2014 a 1,2% del PIB en 2015 y a niveles del orden de 0,8% del PIB a partir de 2016¹.

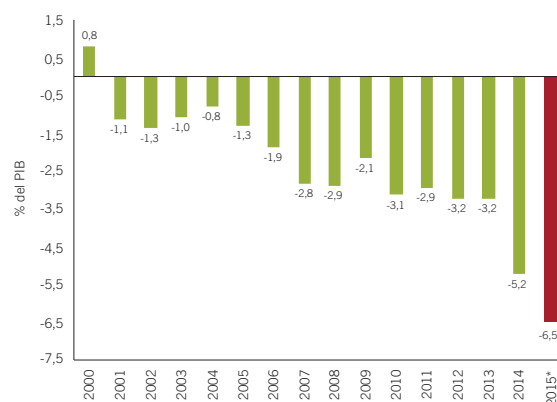
Por último, la caída de los precios de petróleo ha deteriorado significativamente el balance externo del país. El saldo de balanza comercial ya venía registrando un deterioro persistente a lo largo de los últimos cuatro años, como consecuencia de un incremento sustancial de las compras externas del país. Dicho deterioro se aceleró de manera drástica en 2014, en respuesta a la caída en el valor de las exportaciones petroleras en el cuarto trimestre del año. Como resultado de esto, el déficit de cuenta corriente pasó de representar el 3,2% del PIB en 2013 a ubicarse en 5,2% en 2014, la cifra más alta de los últimos 15 años (ver Gráfico 2). Para 2015 Fedesarrollo proyecta que el déficit de cuenta corriente alcanzaría el 6,5% del PIB.

A lo anterior se suma un menor crecimiento económico de América Latina y la expectativa de una menor liquidez mundial tras la recuperación estadounidense.

¿De qué forma debería darse el ajuste en la economía?

En el contexto descrito anteriormente, es claro que la economía colombiana deberá ajustarse a su nueva realidad y buscar alternativas para mitigar su impacto. Un déficit de cuenta corriente como el proyectado para este año genera inquietudes con respecto a su financiamiento, en particular, si se tiene en cuenta que ya en 2014 la

Gráfico 2
EVOLUCIÓN DEL SALDO DE CUENTA CORRIENTE DE COLOMBIA (2000-2015)



* Proyectado.

Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

IED fue insuficiente para financiarlo plenamente y que el saldo restante fue financiado por un auge de inversión de portafolio que difícilmente se repetirá en 2015.

El primer ajuste requerido tendrá que venir del frente fiscal. El gobierno ya anunció un aplazamiento de gasto en 2015 para compensar parcialmente la caída en la renta petrolera, y está evaluando una reforma tributaria para sustituir dichos ingresos en el mediano plazo con el fin de cumplir con los límites establecidos por la regla fiscal.

En segundo lugar, se hace indispensable modificar la composición del crecimiento económico desde la demanda interna hacia una mayor dinámica de las exportaciones. Para ello, la devaluación de la tasa de cambio permite que sectores transables diferentes al petrolero se hagan más competitivos, logrando así una mayor diversificación de la canasta exportadora del país. Lo anterior puede tomar tiempo porque las exportaciones hacia países ve-

¹ Para mayor detalle ver Prospectiva Económica abril, 2015.

cinios se encuentran estancadas y la recuperación de las exportaciones hacia las economías desarrolladas no va a compensar fácilmente la caída de los precios del petróleo; en el mediano plazo, sin embargo, sí se espera que la canasta exportadora del país se haga menos dependiente de las exportaciones petroleras y que, con el progresivo crecimiento de las exportaciones diferentes a las de productos básicos, el saldo de la balanza comercial se haga menos deficitario. De igual forma, una reducción de las importaciones del país, en respuesta a la moderación en el crecimiento de la demanda interna y a la mayor tasa de cambio, permitirá aminorar el déficit de cuenta corriente.

En el frente monetario, con la información disponible actualmente, Fedesarrollo no espera ni considera conveniente un cambio en la postura de política de la Junta Directiva del Banco de la República en los próximos meses. En particular, un aumento en las tasas de interés no se justificaría pues los aumentos recientes en los precios obedecen a factores puntuales relacionados con la oferta de alimentos y, lo más importante, las expectativas de inflación se mantienen dentro del rango meta de inflación establecido por el Banco. Por su parte, una reducción en las tasas de interés para estimular la demanda interna podría, en la coyuntura económica actual, agravar la situación de las cuentas externas. De hecho, la desaceleración económica que estamos observando en 2015 y 2016 es de carácter moderado dada la magnitud del impacto que ha recibido la economía con la caída en los ingresos pe-

troleros. Fedesarrollo ha estimado que esa desaceleración llevará el crecimiento del PIB a 3,5% en 2015 y a 3,7% en 2016, cifras que lucen extraordinariamente positivas en el contexto latinoamericano. Tratar de combatir artificialmente esa desaceleración mediante políticas expansivas de carácter monetario, en cambio, podría ir en contra de la estabilidad económica a mediano y largo plazo, en la medida en que ello podría inducir un mayor crecimiento de las importaciones y un mayor desequilibrio en la balanza de pagos que no sería fácilmente financiable.

En síntesis, Colombia está enfrentando un cambio drástico en las condiciones internacionales que afectan su actividad productiva y sus balances externos y fiscales. Afortunadamente el país cuenta con instrumentos macroeconómicos e instituciones que le permiten responder adecuadamente a las nuevas circunstancias, dentro de los cuales vale la pena destacar la flexibilidad cambiaria, la regla fiscal y la estabilidad financiera. El choque de los precios del petróleo hace indispensable un ajuste, el cual deberá ser particularmente importante en el frente fiscal. Si ese ajuste se realiza adecuadamente, la economía colombiana tendrá la oportunidad de aprovechar la actual coyuntura para reducir su dependencia del sector petrolero, diversificar los motores de crecimiento y su canasta exportadora, y transitar hacia un nuevo período de crecimiento económico acelerado a partir de 2017, en un ambiente de continuada reducción de los desequilibrios sociales que la han caracterizado históricamente.

Referencias

- International Monetary Fund (2015). *World Economic Outlook: Uneven Growth-Short- and Long-Term Factors*. Washington (April).
- Fedesarrollo (2015). *Prospectiva Económica*, Abril.
- Fedesarrollo. (2014). *Evaluación de la contribución económica del sector de hidrocarburos colombiano frente a diversos escenarios de producción*. Informe de Investigación presentado a la Unidad de Planeación Minero Energética, UPME, Bogotá: Fedesarrollo.
- OECD y EIA (2015). *Medium-Term Oil Market Report*.

Perspectivas Globales del Mercado de Petróleo*

Introducción

Durante el segundo semestre de 2014, la economía mundial sufrió una fuerte sacudida por cuenta de la caída estrepitosa en las distintas cotizaciones internacionales de petróleo. Los precios llegaron a niveles que no se observaban en casi un lustro, rompiendo el mínimo de los \$50 dólares por barril tanto en el indicador WTI como en el Brent. En el caso colombiano, esta caída ha afectado, principalmente, la postura fiscal del gobierno, las expectativas de crecimiento para la economía y la tasa de cambio. El gobierno ya ha anunciado medidas tendientes a contrarrestar los efectos adversos de la caída en los precios por su efecto sobre los ingresos petroleros. Así mismo, las expectativas de crecimiento se han moderado, teniendo en cuenta la importancia del sector hidrocarburos para la economía colombiana. Finalmente, la tasa de cambio ha reaccionado fuertemente ante este panorama, llegando en algunos momentos a niveles superiores a los \$2600 pesos. El nivel de incertidumbre a corto y mediano plazo impone una presión mayor sobre el futuro de la economía colombiana y el desempeño del sector hidrocarburos.

En años recientes, el mercado mundial de petróleo ha experimentado cambios en su estructura por cuenta de nuevas tendencias en la oferta y demanda global del crudo. Estas nuevas tendencias, tales como la potencialidad de desarrollo de actividades de exploración y producción de recursos no convencionales, el rápido crecimiento y estabilidad en las fuentes de oferta, la mayor eficiencia energética en los vehículos ligeros y las regulaciones pro emisiones limpias, han permitido que el mercado transite hacia una estructura mucho más competitiva. Lo anterior se evidencia, entre otras cosas, en la falta de coordinación en la postura de los países miembros de la OPEP frente a su política de cuotas y en el fuerte interés de Arabia Saudita de limitar el desarrollo de los recursos no

* Este artículo contó con la colaboración de Mauricio Reina y Carlo Sebastián Macías, quienes fueron respectivamente autor principal y asistente de investigación del capítulo sobre el mercado mundial de petróleo en el proyecto elaborado por Fedesarrollo para la Unidad de Planeación Minero Energética (UPME). Ver Fedesarrollo (2014) "Evaluación de la contribución económica del sector de hidrocarburos colombiano frente a diversos escenarios de producción". El trabajo completo se puede descargar en el siguiente link: <http://www.repository.fedesarrollo.org.co/handle/11445/1688>.

convencionales en un intento por mantener su poder en el mercado mundial de petróleo, el cual se ha visto amenazado por la escalada en la producción estadounidense.

En este contexto, este artículo presenta las principales tendencias de mediano y largo plazo en materia de producción, consumo y precios de petróleo a nivel global, análisis que hace parte de un trabajo más extenso elaborado a finales de 2014 por Fedesarrollo para la Unidad de Planeación Minero Energética sobre la contribución económica del sector hidrocarburos en Colombia¹, el cual se revisó con la información más actualizada que se ha publicado en los primeros meses de 2015.

Contexto Actual del Mercado Global de Petróleo

La caída de los precios del petróleo de los últimos meses no es la única que se ha registrado en el pasado reciente. En la coyuntura de la crisis financiera global de 2008, el precio del petróleo se desplomó hasta niveles muy cercanos a los 40 dólares, y sólo hasta 2011 los precios se recuperaron a los niveles previos a ese periodo de turbulencia. Desde enero de 2011 y hasta junio de 2014, el precio promedio del barril de petróleo Brent osciló alrededor de los 110 dólares mientras el WTI fluctuó alrededor los 96 dólares por barril. Desde la tercera semana de junio de 2014 el mercado mundial de petróleo experimentó una descolgada en los precios internacionales de referencia que se mantiene hasta hoy. El Gráfico 1 da cuenta de este fenómeno. Como es posible ver, el precio promedio para diciembre de 2014 rompió el mínimo de los últimos cinco años ubicándose, en el caso del barril Brent, en US\$62,3 y en US\$59,3 para el barril WTI. Para enero de 2015, la caída se pronunció aún más y los precios llegaron a niveles

inferiores a los US\$47 tanto en la cotización Brent como en la WTI.

Gráfico 1
PRECIOS INTERNACIONALES DE REFERENCIA
2008-2015



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA).

Varios cambios recientes en la oferta y la demanda global de petróleo pueden explicar este fenómeno. Los analistas especializados sugieren que en el lado de la demanda, las constantes revisiones a la baja en el crecimiento económico mundial y, principalmente, en los países emergentes podrían estar explicando gran parte de la contracción en la demanda global por hidrocarburos. Los reportes trimestrales del FMI publicados en enero, abril, julio y octubre de 2014 revisaron constantemente hacia abajo el crecimiento económico mundial para 2014, ubicándolo en 3,7%, 3,6%, 3,4% y 3,3%, respectivamente.

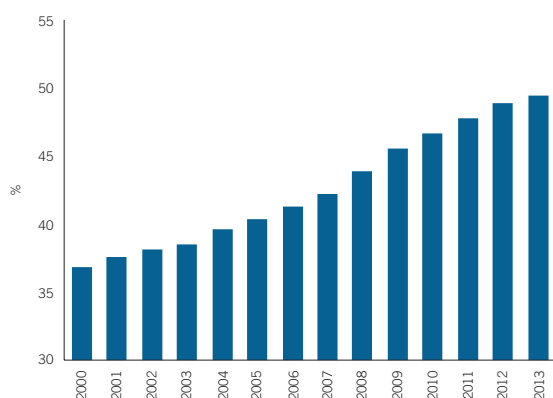
Entre tanto, en los últimos años también ha habido una transformación en el patrón de la demanda global por

¹ Op cit.

crudo. Las regulaciones energéticas y los altos precios del petróleo pueden haber inducido a un mayor uso de energías alternativas, en detrimento de los hidrocarburos, y al uso más eficiente de los combustibles.

Las profundas disparidades que existen entre el crecimiento de las economías emergentes y las desarrolladas, permiten entender que el rol de las primeras es preponderante para el desempeño del mercado global del crudo. De unos años para acá, las economías desarrolladas agrupadas en la OCDE han perdido relevancia dentro del mercado mundial. En 2013, esas economías aportaban el 51% del consumo mundial de crudo, mientras que en el 2000 su aporte era del 63% (Gráfico 2). Se espera que las cifras consolidadas de 2014 confirmen lo esperado: las economías desarrolladas aportarán menos de la mitad del consumo mundial de petróleo y su participación será cada vez menor.

Gráfico 2
PROPORCIÓN DEL CONSUMO GLOBAL DE PETRÓLEO
POR PARTE DE ECONOMÍAS EMERGENTES (NO OCDE)



Fuente: Administración de Información Energética de Estados Unidos (EIA).

En lo que se refiere a la oferta, los distintos análisis sugieren que el rápido crecimiento de la producción del crudo en los últimos años y la estabilidad en las fuentes de

oferta han permitido que hoy el mundo goce de mayores recursos fósiles. Desde 2009 y hasta la fecha, las tensiones geopolíticas y las afectaciones climáticas a la actividad petrolera han sido mucho menos intensas que las observadas durante la primera década del 2000. En este contexto, vale la pena mencionar que la recuperación de la oferta de Libia desde abril de 2014, permitió el ingreso de 600 mil barriles diarios en septiembre del mismo año. Sumado a lo anterior, la oferta de recursos no convencionales de origen estadounidense y canadiense también presentó un comportamiento muy positivo, consolidando a septiembre de 2014 un crecimiento interanual del orden del 10.5% y 13.3% respectivamente. Adicionalmente, el interés de Arabia Saudita de preservar su posición en el mercado mundial se ha traducido en incrementos sustanciales en sus niveles de producción de petróleo.

Todos estos hechos, al ser analizados en conjunto, permiten ver que durante el segundo semestre de 2014, en el mercado global hubo un exceso de oferta de petróleo que no logró ser absorbido por la demanda. Este fenómeno fue exacerbado por la falta de coordinación entre los países miembros de la OPEP, que no lograron fortalecer su política de cuotas, generando grandes presiones a la baja en los precios. Esta caída en las cotizaciones puede haberse visto acelerada gracias a la contracción en la demanda de petróleo, como resultado del exiguo desempeño de la economía mundial durante el 2014, como ya se mencionó.

Todos estos elementos han impuesto un mayor grado de incertidumbre en las cotizaciones del petróleo. Con lo anterior en mente, la siguiente sección se ocupa de formular posibles escenarios de mediano y largo plazo hasta 2035, capturando los cambios recientes en materia de oferta y demanda e incorporando las sendas de largo plazo más factibles para el mercado global de crudo.

Proyecciones de Mediano y Largo Plazo

Colombia, por su condición de pequeño productor de petróleo, no puede incidir de manera significativa en el mercado mundial y está sujeta a los choques que lo afectan. En ese contexto, la adecuada formulación de perspectivas de mediano y largo plazo del mercado mundial es una herramienta necesaria para que el país logre ajustarse a los eventuales cambios en el mercado. En ese sentido, los escenarios contruidos por Fedesarrollo articulan los cambios recientes en materia de oferta y demanda con las proyecciones de otras importantes entidades como la Administración de Información Energética de los Estados Unidos (EIA) y la Agencia Internacional de Energía (IEA), institución adscrita a la Organización para la Cooperación y el Desarrollo Económico (OCDE)

¿Qué hay detrás de estas proyecciones?

Los escenarios de precios presentados en este artículo se apoyan de manera importante en las proyecciones de la EIA realizadas a través de una herramienta de análisis de política y pronóstico energético conocida como *World Energy Projection System Plus* (WEPS+). Adicionalmente, las proyecciones de otras instituciones, como la EIA, se usan con el propósito de identificar aquellos elementos que podrían explicar diferencias sustanciales frente a las de la EAI. Adicionalmente, para las proyecciones de más corto plazo se toman en cuenta los cambios recientes en materia de oferta y demanda de hidrocarburos que Fedesarrollo incorpora en su publicación de *Prospectiva Económica* para los años 2015-2018.

Anualmente, la EIA produce una serie de proyecciones de varios horizontes de tiempo para diversos sectores energéticos, tanto para Estados Unidos como para el mundo. La herramienta WEPS+ permite proyectar los niveles de oferta, demanda y precios de energía en un horizonte de largo plazo, incorporando el pronóstico de variables de orden demográfico, macroeconómico y energético², a través de un Módulo de Actividad Global (GAM).

La herramienta WEPS+ cubre 77 países, discriminados así: 44 países con cobertura a profundidad y 33 países con cobertura a alto nivel. La primera categoría de países presenta un mayor nivel de desagregación y un sector financiero mucho más detallado. En general, todos los países tienen pronóstico para PIB, precios a consumidores, tasas de cambio y cuenta corriente. Los países y regiones están relacionados a través del comercio, los precios, las tasas de cambio y las tasas de interés. Con toda esta información, la herramienta WEPS+ permite caracterizar la oferta, la demanda y los precios de distintos insumos energéticos para el número de observaciones requeridas. El funcionamiento del modelo WEPS+ está ilustrado en el Gráfico 3.

La EIA establece tres escenarios de precios que vinculan determinado estado del consumo y la oferta global de petróleo. El escenario de precios bajos asume una tasa promedio de crecimiento anual del producto mundial del 3,5% en el periodo analizado y una estructura de costos de producción que permite el desarrollo de recursos no convencionales. Este escenario implica que la demanda alcance los 113,1 millones de barriles diarios en 2035.

² Entre las principales variables se encuentra la población nacional por cohorte de edad, la productividad total de los factores, las tasas de impuestos y gastos nominales, la oferta de dinero, cantidades y precios de energía, demandas finales (consumo, inversión, compras del gobierno, exportaciones, importaciones), inflación, tasas de cambio y de interés, ingresos, empleo y balanza de pagos.

Gráfico 3
DIAGRAMA DE FLUJO DE LA HERRAMIENTA WEPS+ DE LA EIA



El escenario de precios altos asume una tasa promedio de crecimiento anual del producto mundial del 3,8% y una estructura de costos mucho más alta que en el escenario de referencia. Este escenario permite que la demanda alcance los 113,8 millones de barriles diarios en 2035. Por su lado, el escenario de referencia asume una tasa promedio de crecimiento anual del producto mundial del 3,3% y una estructura de costos mucho más baja que en el escenario de referencia. Este escenario permite que la demanda alcance los 116,1 millones de barriles diarios en 2035.

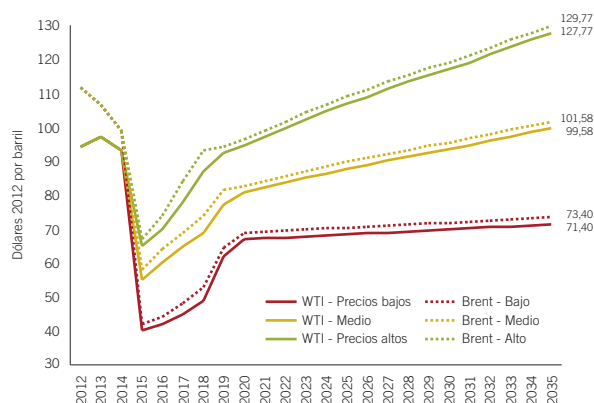
Escenarios a 2035

Considerando los cambios en las proyecciones de corto y mediano plazo, así como del reciente comportamiento en las cotizaciones internacionales, las previsiones adoptadas en este artículo no tienen en cuenta el escenario de precios altos previsto por la EIA. En particular, se considera que el escenario más favorable (precios altos) que mejor se ajusta a los cambios recientes en las condiciones de mercado es uno muy cercano al que la EIA propone como escenario de referencia. En lo que respecta al escenario menos fa-

vorable (precios bajos), se adoptan algunos elementos del escenario de precios bajos de la EIA para su construcción.

El Gráfico 4 ilustra las sendas de precios, tanto para barriles de petróleo WTI como Brent, en los tres escenarios ya mencionados. En lo que resta de este artículo se caracteriza cada uno de estos escenarios, prestando

Gráfico 4
ESCENARIOS DE PRECIOS DE FEDESARROLLO PARA BARRILES BRENT Y WTI



Fuente: EIA - Cálculos de Fedesarrollo.

atención a sus fundamentos y los posibles resultados en términos de producción, consumo, desarrollo de recursos no convencionales, adopción de sustitutos energéticos y adopción de regulaciones energéticas y actores fortalecidos en cada escenario.

Escenario de Precios Bajos

Entre 2014 y 2035, el escenario de precios bajos toma en cuenta una tasa promedio de crecimiento económico del orden del 3,3% anual, con las economías OCDE creciendo al 2,1% y las emergentes a un 4,2%. Un supuesto transversal a todos los escenarios es la tasa anual de crecimiento poblacional que se asume es del 0,9%.

En este escenario, se espera que para 2035 la oferta mundial de crudo ascienda a los 115,2 millones de barriles diarios, con los países de la OPEP aportando el 48,3% del total de la producción mundial. En comparación con los otros escenarios, la OPEP presenta la mayor tasa de participación a 2035, debido a que los bajos precios del petróleo desplazan la producción en los países no-OPEP porque los costos son mucho más altos. Por otro lado, el consumo mundial de petróleo a esa misma fecha alcanza los 114,9 millones de barriles diarios, con los países OCDE consumiendo el 43,7% del total del petróleo mundial. Esta tasa de participación es la más alta de los tres escenarios y está explicada por el hecho de que los bajos precios permiten postergar muchas de las medidas de regulación en materia energética y de adopción de energías alternativas en los países más desarrollados.

Sobre este tema, el escenario es muy pesimista en lo que respecta a la adopción de sustitutos energéticos. Se espera que los países OCDE ralenticen su transición hacia energías alternativas, mientras que las economías emergentes limitan al máximo su adopción.

En lo que respecta al desarrollo de recursos no convencionales, los bajos precios restringen muchas decisiones de inversión en este tipo de proyectos debido al riesgo de no poder realizar buenos retornos para dichas inversiones. En este escenario, los actores fortalecidos son los países OPEP y, principalmente, los miembros más grandes de esa organización: Arabia Saudita, Kuwait y Qatar.

Escenario de Referencia

Entre 2014 y 2035, el escenario de referencia asume una tasa promedio de crecimiento económico del orden del 3,4% anual, con las economías OCDE creciendo al 2,1% y las emergentes a un 4,4%. En este escenario, la producción mundial de petróleo en 2035 asciende hasta 113.1 millones de barriles diarios y el consumo a los 112,6 millones de barriles diarios. Los países OPEP aportan el 45,3% de la oferta mundial mientras que las economías OCDE tienen una tasa de participación del 42,9% en el consumo mundial. Estas cifras provienen de un entorno cuyos precios favorecen el desarrollo de los recursos no convencionales principalmente en Estados Unidos y Canadá. No obstante, en otras regiones la viabilidad económica de muchos proyectos de este tipo no es alcanzada porque los costos de exploración y producción (E&P) son mucho más altos.

En lo que se refiere a la adopción de sustitutos energéticos, la senda de precios del escenario de referencia garantiza que la sustitución energética se focalice principalmente en las economías de la OCDE. Los países emergentes mantienen sus demandas energéticas, dado que el costo de adopción de sustitutos es alto en comparación al de mantener las demandas de hidrocarburos. La adopción de regulaciones energéticas sigue el curso actual, teniendo en cuenta que la senda de precios es congruente con una adopción modesta de esquemas im-

positivos a las emisiones. En ese sentido, se prevé que en este escenario el riesgo de incremento en la temperatura global se mantenga.

Este escenario favorece principalmente a los Estados Unidos y Canadá debido a que los costos de los proyectos de E&P de recursos no convencionales son comparativamente más bajos frente a otros países del mundo.

Escenario de Precios Altos

Entre 2014 y 2035, el escenario de referencia asume una tasa promedio de crecimiento económico del orden del 3,5% anual, con las economías OCDE creciendo al 2,1% y las emergentes a un 4,6%. En este escenario, tanto la producción mundial de petróleo como el consumo mundial en 2035 ascienden hasta 110,9 millones de barriles diarios. En el escenario de precios altos, la cotización de petróleo WTI cae hasta \$70,00 dólares por barril en 2016, mientras que la del Brent alcanza los \$74,00 dólares. A partir de ese año, ambas cotizaciones presentan una tendencia al alza que las lleva hasta los \$127,77 y \$129,77 dólares por barril, respectivamente, en 2035. La participación de la oferta de la OPEP en el total mundial asciende hasta el 43,3% en 2035, siendo la más baja de todos los escenarios. La razón principal que justifica este hecho es que los altos precios del petróleo fomentan el desarrollo de recursos no convencionales en zonas geográficas antes consideradas como inviables en sentido económico.

En lo que se refiere a la adopción de sustitutos energéticos, el proceso de implementación en las economías

OCDE es mucho más vigoroso en este escenario debido a que los altos costos de los combustibles fósiles significan incrementos en costos para la industria, el transporte y los hogares. Así mismo, los altos precios del petróleo permiten que las inversiones tecnológicas en el sector energético se focalicen en la producción de energías limpias y eficientes que permitan que los automóviles ligeros adopten tecnologías de estas características. Se prevé que este fenómeno se traslade hacia los países emergentes de más altos ingresos, que participarán más activamente en los escenarios globales de discusión y estarán sujetos a mayores compromisos internacionales en materia energética.

En lo que tiene que ver con la adopción de regulaciones energéticas, los altos precios del petróleo se combinan con las preocupaciones medioambientales, fomentando una agenda de política y regulación energética mucho más ambiciosa. En ese sentido, tanto los países OCDE como los emergentes adoptarían esquemas impositivos a las emisiones y se daría un abandono paulatino de los subsidios al uso de combustibles fósiles.

En este escenario, los actores más beneficiados son los países no alineados en la OPEP, quienes podrán desarrollar la gran mayoría de proyectos de E&P de recursos no convencionales gracias a que los altos niveles en las cotizaciones internacionales del crudo permiten viabilizar estas inversiones.

Referencias

Energy Information Administration (2014). International Energy Outlook. Washington DC: US Energy Information Administration.

Energy Information Administration (2014). Liquid Fuels And Natural Gas in the Americas. Washington: EIA.

Energy Information Administration (01 de 09 de 2014). US Energy Information Administration. Obtenido de Energy and Financial Markets: What Drives Crude : http://www.eia.gov/finance/markets/spot_prices.cfm

Energy Information Administration (17 de 09 de 2014). What Drives Crude oil Prices? Obtenido de <http://www.eia.gov/finance/markets/>

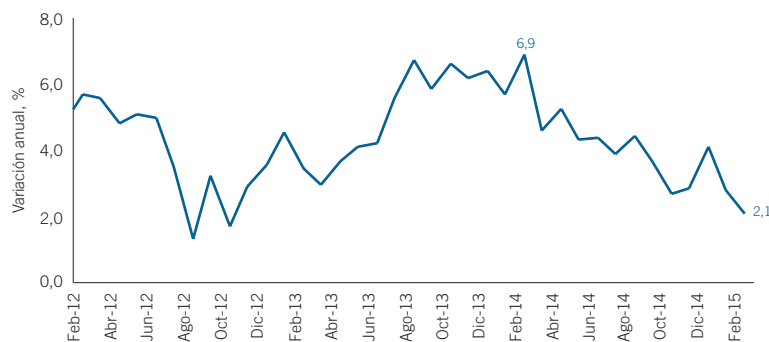
Fedesarrollo (2014). Evaluación de la contribución económica del sector de hidrocarburos colombiano frente a diversos escenarios de producción. Bogotá: Fedesarrollo.

Goldman Sachs - Commodities Research (2014). Oil: The New Oil Order. Nueva York: Goldman Sachs.

Actividad productiva

■ Gráfico 1. Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE)*

El Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) experimentó una desaceleración durante el segundo mes de 2015, reportando una variación anual de 2,1%. Esto representa una disminución de 4,8 puntos porcentuales (pps) respecto al mismo mes del año pasado.

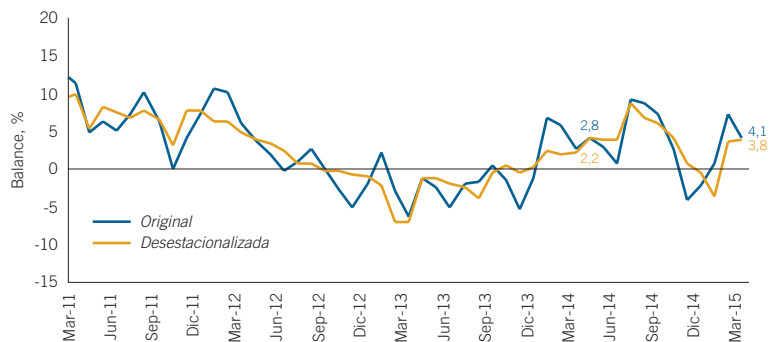


* Serie desestacionalizada.
Fuente: DANE.

■ Gráfico 2. Índice de Confianza Industrial (ICI)

En marzo, el Índice de Confianza Industrial (ICI) se ubicó en un balance de 4,1%, evidenciando un avance de 1,3 pps frente al mismo mes de 2014. Al comparar con febrero, se aprecia una caída de 3,2 pps, la cual se explica principalmente por factores estacionales.

El crecimiento de la confianza industrial frente a marzo de 2014 es explicado por un aumento de 6,8 pps en el componente de expectativas que logró contrarrestar la reducción en los componentes de pedidos y existencias.

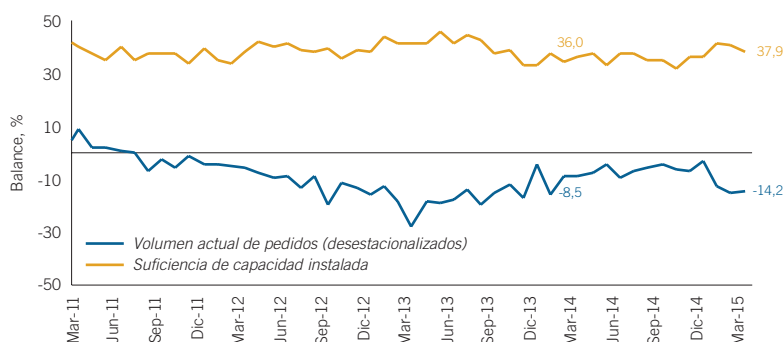


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

■ Gráfico 3. Volumen de pedidos y suficiencia de la capacidad instalada en la industria

La más reciente medición de la EOE muestra que en marzo el indicador de suficiencia de capacidad instalada se ubicó en un balance de 37,9%, evidenciando un aumento de 1,9 pps respecto al mismo mes del año anterior.

El indicador ajustado estacionalmente del volumen actual de pedidos en la industria registró un leve incremento respecto al mes anterior y un deterioro de 5,7 pps frente a marzo de 2014.



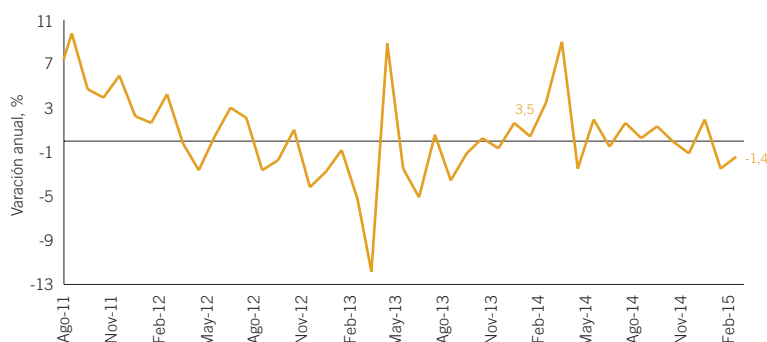
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

* La elaboración de esta sección contó con la asistencia de Diego Auvert.

En febrero, el Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café registró un descenso anual de 1,4%, evidenciando un deterioro frente al mismo mes de 2014. Cabe destacar que el IPI mostró una variación negativa por segundo mes consecutivo.

Nuevamente, la reducción en la producción real se explica por la menor producción en las industrias de coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles (-17,6%), hilatura, tejeduría y acabados (-11,5%) y confección de prendas de vestir (-5,3%). Estas tres actividades restaron 3,7 puntos porcentuales (pps) a la variación total del índice.

■ Gráfico 4. Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café

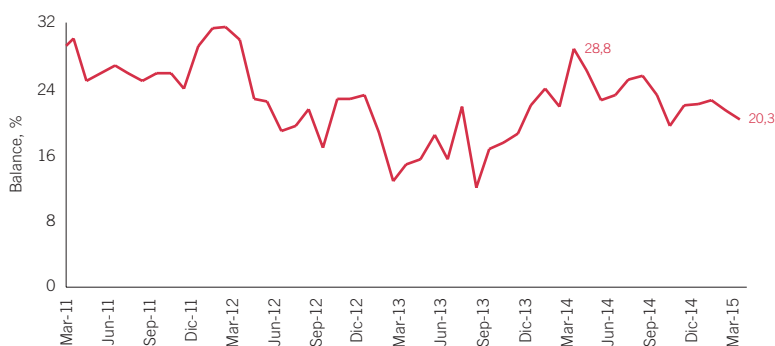


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

En marzo, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) se ubicó en un balance de 20,3%, registrando un retroceso de 1,1 y 8,5 pps respecto a febrero y frente al mismo mes del 2014, respectivamente.

La disminución del ICCO entre febrero y marzo es explicada por un deterioro de 4,1 pps en el componente de situación económica actual y de 1,9 pps en el de existencias. En la comparación interanual, la caída en la confianza de los comerciantes se debe a un retroceso en los componentes mencionados y también en las expectativas.

■ Gráfico 5. Índice de Confianza Comercial (ICCO)

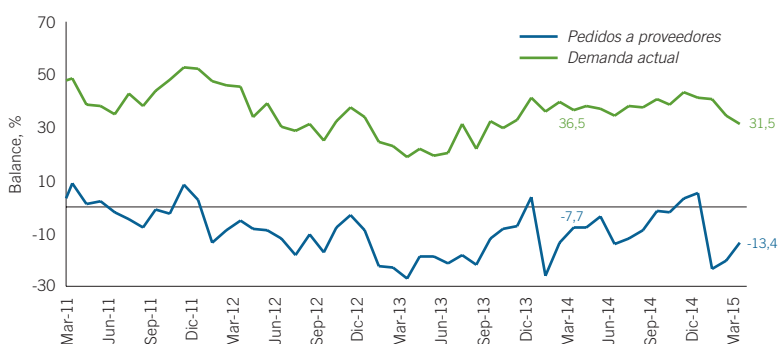


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En la medición de marzo de la Encuesta de Opinión Empresarial para el sector comercio, el indicador de pedidos a proveedores se ubicó en un menor nivel respecto a marzo de 2014.

El balance del indicador de demanda actual en el sector comercio de marzo evidenció un retroceso de 2,8 pps respecto al mes anterior y 4,9 pps frente al mismo mes del año anterior.

■ Gráfico 6. Evolución de los pedidos y la demanda en el comercio

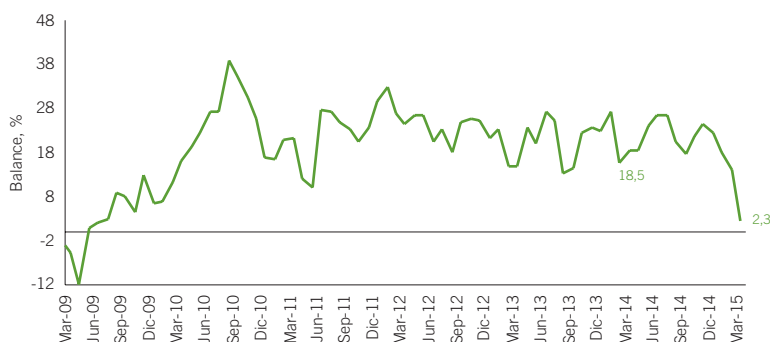


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 7. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)

En marzo, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ubicó en un balance de 2,3%, lo que representa un retroceso de 11,7 pps respecto al mes anterior y 16,2 pps frente a marzo de 2014. El resultado de este mes es el más bajo desde junio de 2009.

La reducción del ICC respecto a febrero se debe a una caída de 13,7 pps en el componente de expectativas (IEC) y de 8,7 pps en el de condiciones económicas actuales (ICE). Frente a marzo de 2014, el IEC exhibió un deterioro de 17,7 pps, mientras que el ICE se redujo en 14,1 pps.

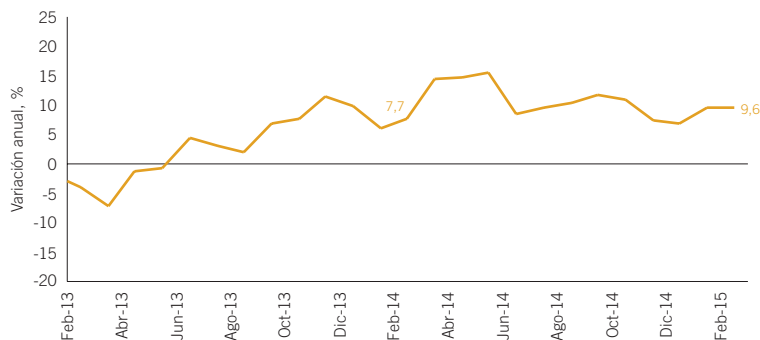


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

Gráfico 8. Despachos de cemento gris*

En el promedio móvil diciembre - febrero, los despachos de cemento gris registraron un crecimiento de 9,6% respecto al mismo periodo de 2014. Lo anterior se debe a una expansión en los despachos de 19 de los 21 departamentos analizados.

Desagregando los resultados por región, sobresalen los crecimientos de Antioquia (14,2%), Cundinamarca (14,0%), Nariño (61,0%), Magdalena (25,6%) y Bogotá (5,6%).



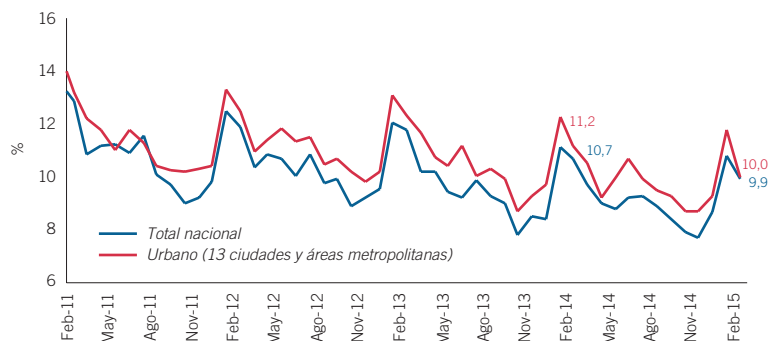
*Promedio móvil tres meses

Fuente: DANE.

Gráfico 9. Tasa de desempleo

En febrero, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 9,9%, 0,8 pps menos que la registrada en el mismo mes del 2014. Esta es la tasa más baja para el mes de febrero en 15 años, impulsada principalmente por un incremento del 3,4% en el total de ocupados en el mes de referencia.

Para los últimos 12 meses, la tasa de desempleo promedio fue de 9,0%, siendo esta la menor tasa desde que se tiene registro. Con la última cifra del año móvil, se completan 18 periodos consecutivos con tasas de un dígito.

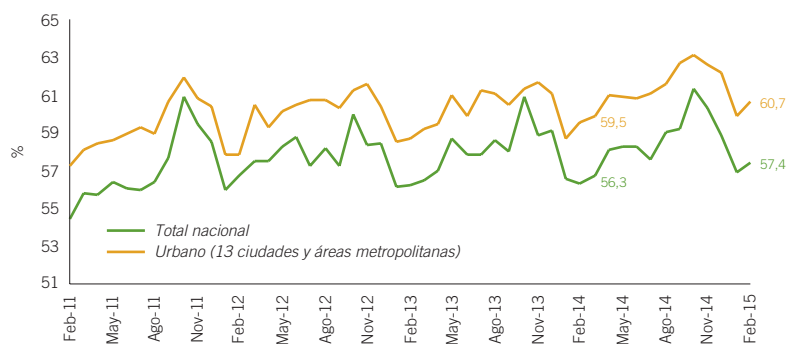


Fuente: DANE.

Gráfico 10. Tasa de ocupación

En el segundo mes del año, la tasa de ocupación (TO) se ubicó en 57,4%, 1,1 pps por encima de la cifra registrada doce meses atrás. El incremento en la tasa de ocupación se debe a una expansión de 3,4% en el total de ocupados.

La tasa global de participación (TGP) para el mes de febrero registró un aumento de 0,7 pps con respecto al año anterior, situándose en 63,7%. Esta variación es resultado de un incremento de 2,4% en la oferta laboral.



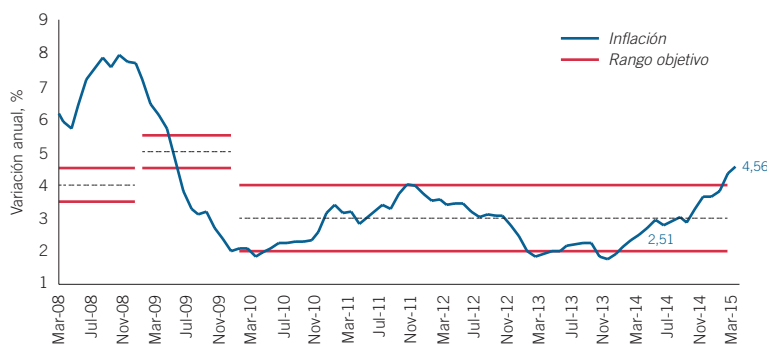
Fuente: DANE.

Sector financiero y variables monetarias

Gráfico 11. Inflación y rango objetivo del Banco de la República

En marzo de 2015, la inflación anual se ubicó en 4,56%, 2,05 pps por encima de la cifra registrada en el mismo mes de 2014. Esta cifra se mantiene como la más alta registrada desde mayo de 2009.

La inflación mensual de marzo fue de 0,59%, 8 puntos básicos (pbs) por encima de la cifra esperada por los analistas en la encuesta del Banco de la República.

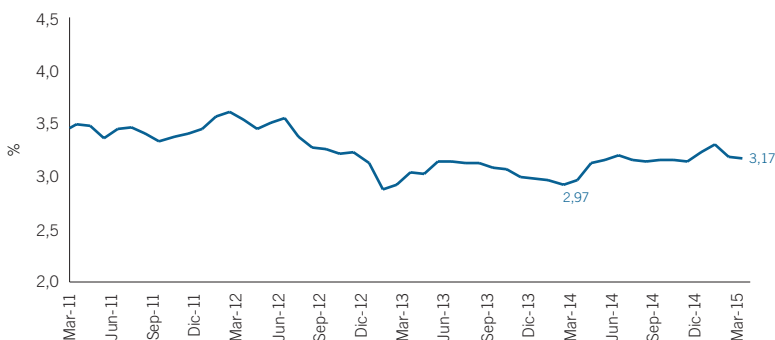


Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico 12. Expectativas de inflación*

Las expectativas de inflación de los encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses se han mantenido relativamente bajas.

A pesar de las presiones inflacionarias impuestas por el rubro de alimentos, la variación de precios se ubica sólo 17 pbs por encima del punto medio del rango meta.



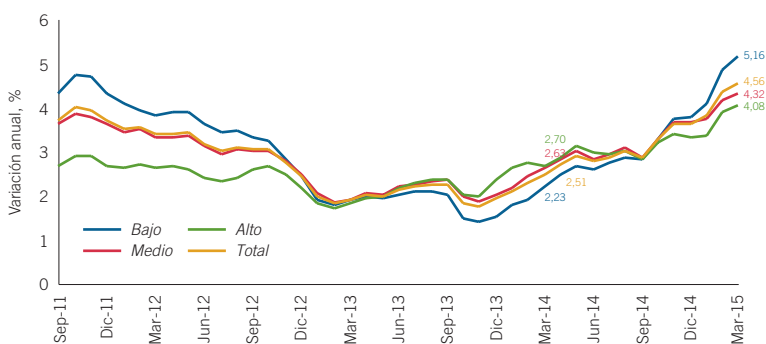
*12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13. Inflación por nivel de ingreso

El aumento de los precios de los alimentos en marzo ha impulsado con mayor fuerza la inflación de las personas de menores ingresos, haciendo más evidente la sensibilidad de su canasta de consumo ante la dinámica de este rubro.

Entre marzo de 2014 y marzo de 2015, los precios de la canasta para las personas de ingresos bajos aumentaron 2,93 pps, mientras los correspondientes a la canasta de ingresos medios y altos se aceleraron en 1,69 pps y 1,38 pps respectivamente.

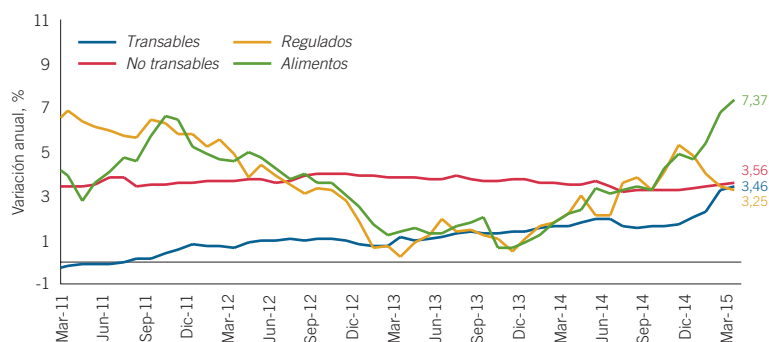


Fuente: DANE.

Gráfico 14. Inflación por componentes

En marzo de 2015, el componente de alimentos siguió presionando la inflación, con una variación anual de 7,37% respecto al mismo mes del año pasado. Se espera que el alza de este rubro se revierta al menos parcialmente en el resto del año.

Por otro lado, la inflación anual de los bienes transables se aceleró a 3,46%. Se espera que la depreciación del peso siga presionando este rubro en los próximos meses.

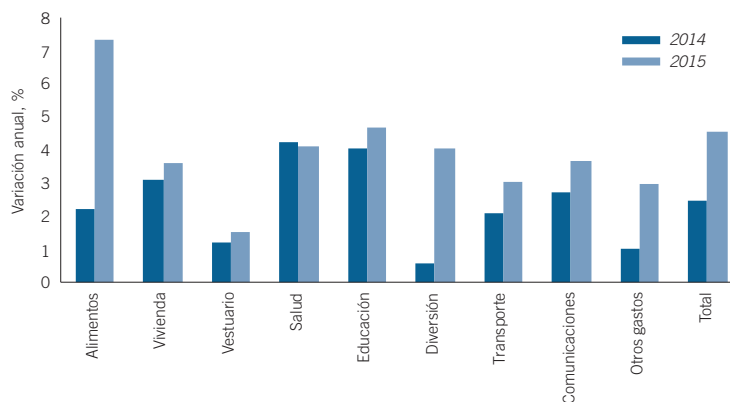


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 15. Inflación por grupos de gasto con corte a marzo

Como se mencionó previamente, el fuerte aumento en los precios registrado en marzo se debe principalmente a la inflación anual de alimentos (con aumento de 5,14 pps).

Este rubro contribuyó 2,07 pps a la inflación total anual, explicado principalmente por el alza en los precios de los cereales y productos de panadería (0,52 pps) y tubérculos y plátanos (0,42 pps).

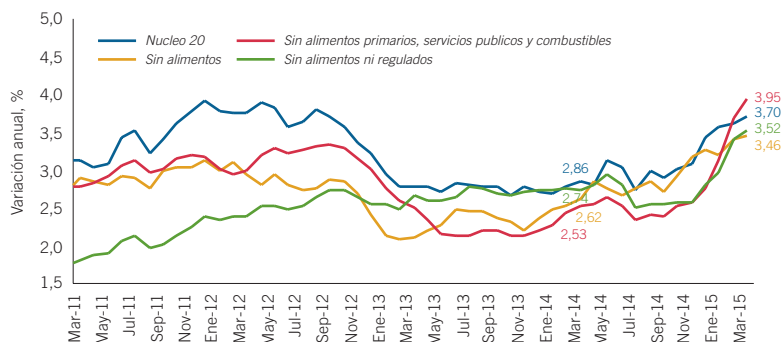


Fuente: DANE.

Gráfico 16. Medidas de inflación básica

En el tercer mes del año, todas las medidas de inflación básica registraron un aumento.

La medida de inflación básica que presentó una mayor aceleración anual en marzo fue la de inflación sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles (3,95%).

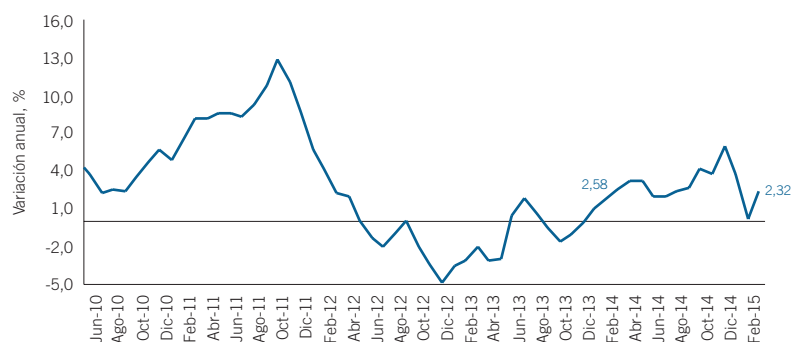


Fuente: Banco de la República.

En marzo de 2015, el Índice de Precios del Productor (IPP) registró una variación anual de 2,32%, evidenciando una reducción de 0,26 pps respecto al mismo mes del año pasado y un incremento de 2,12 pps respecto a febrero.

De acuerdo con la procedencia de los bienes, se encuentra que el incremento en el IPP respecto a marzo de 2014 se debe al alza en el precio de los bienes importados, que registraron una variación anual de 10,32%.

Gráfico 17. Índice de Precios del Productor

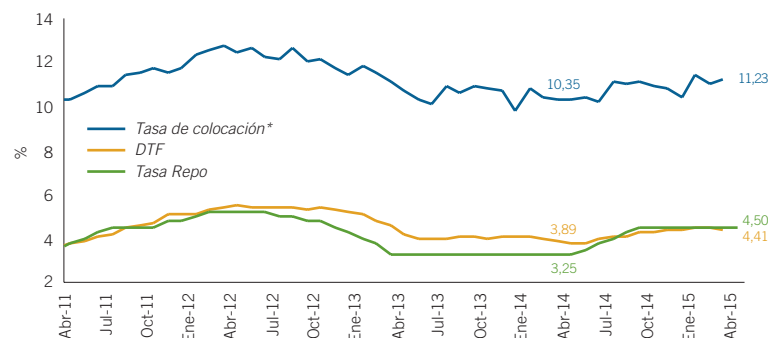


Fuente: DANE.

Hasta abril de 2015, el Banco de la República ha decidido mantener inalterada su tasa de intervención en 4,5%. Los analistas consultados en la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia esperan que el Emisor mantenga estable la tasa repo en 4,5% durante todo 2015.

La DTF se ubicó en 4,41% en marzo, superior en 52 pbs a los niveles de un año atrás. La tasa de colocación presentó un aumento de 88 pbs respecto a marzo de 2014, situándose en 11,23%.

Gráfico 18. Tasas de interés

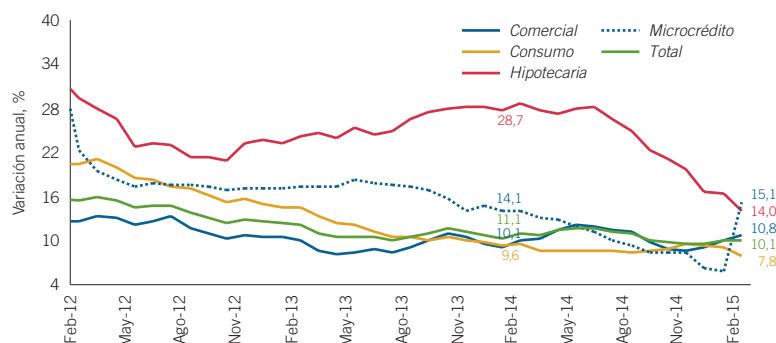


* La tasa de colocación incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.
Fuente: Banco de la República.

En febrero, la cartera total exhibió un crecimiento real de 10,1%, 0,3 puntos porcentuales por encima del mes anterior.

La cartera de microcrédito evidenció un crecimiento extraordinario en febrero, alcanzando una tasa de expansión 15,1%. Esto representa un aumento de 9,3 puntos porcentuales respecto al mes anterior, explicada por la inclusión del Banco Mundo Mujer en los registros del Banco de la República, que inició operaciones con un saldo de microcrédito de 953 mil millones de pesos.

Gráfico 19. Cartera real por tipo de crédito

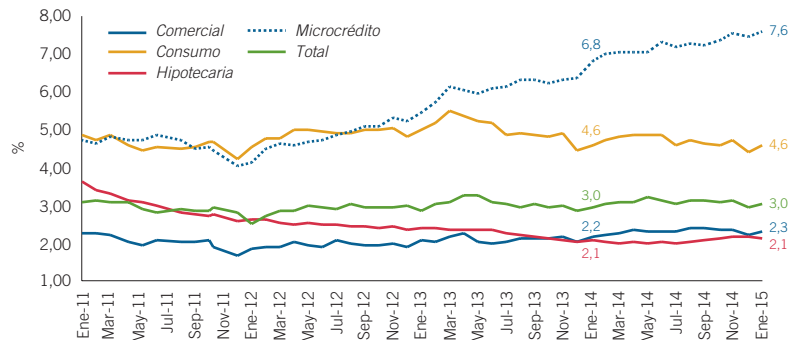


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

La calidad de la cartera de crédito, medida como el cociente de la cartera vencida sobre la total, cerró el primer mes del año en 3%. Lo anterior demuestra un comportamiento estable respecto a los niveles observados en enero de 2014.

Al desagregar por modalidad de crédito, se observa un leve deterioro en cada una de las carteras frente a los resultados observados un año atrás. Se destaca el detrimento de la calidad de la cartera de microcrédito, al presentar un aumento de 78 pbs.

■ Gráfico 20. Evolución de la cartera de crédito vencida por tipo de crédito*



* Calidad medida como la proporción de la cartera vencida sobre la total.

Fuente: Superintendencia Financiera.

El índice de capitalización COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) cerró el pasado 30 de abril en 1.396,4, mostrando una recuperación pronunciada en las últimas jornadas. El índice bursátil se mantiene en el nivel más bajo desde septiembre de 2009.

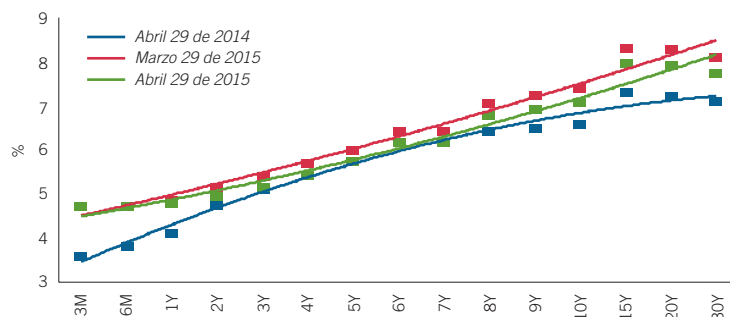
■ Gráfico 21. Índice COLCAP



Fuente: Banco de la República.

Al cierre del 29 de abril, la tasa de los TES 2024 cerró en 6,93%, 42 pbs por encima de la tasa a la que éstos se negociaron un año atrás. El último mes evidencia la persistencia en la desvalorización de los TES, con un aumento en las tasas tanto de corto como de más largo plazo. En abril, en la parte corta y media de la curva, las tasas aumentaron en promedio 42 pbs frente al mismo mes del año pasado. Respecto a la parte larga de la curva, los rendimientos han crecido 62 pbs respecto a los niveles observados en abril de 2014.

■ Gráfico 22. Curva de rendimientos TES para Colombia



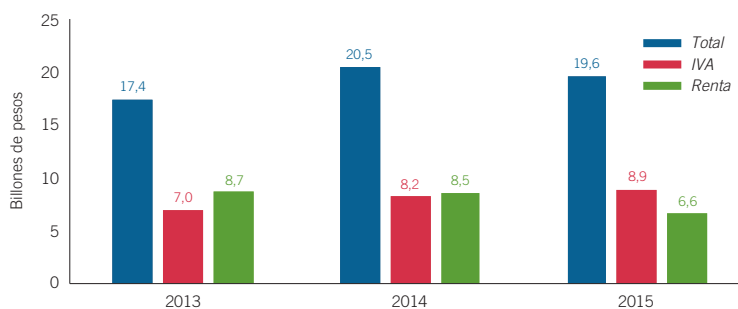
Fuente: Bloomberg.

Sector fiscal

Gráfico 23. Recaudo tributario acumulado a febrero (IVA, renta y total)

El recaudo total acumulado a febrero disminuyó en 4,36% frente al mismo periodo en 2014, ubicándose así en 19,6 billones de pesos.

El detrimento en el recaudo tributario responde principalmente al menor recaudo de renta, el cual se ubicó en 6,6 billones de pesos en febrero de 2015. Este efecto fue compensado por un aumento de 7,3% en el recaudo de IVA.



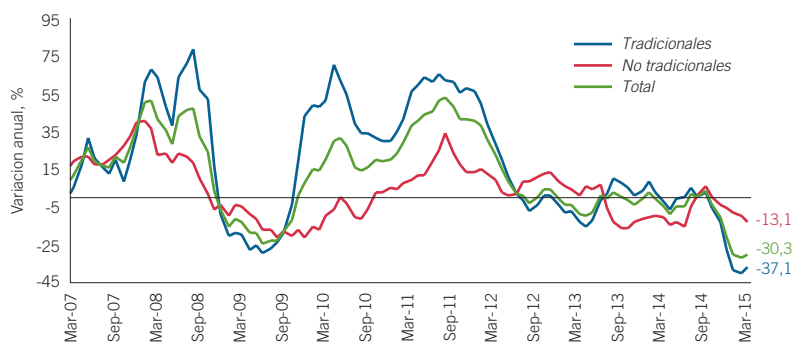
Fuente: DIAN.

Sector externo

Para el trimestre móvil enero-marzo, las exportaciones totales presentaron un declive de 30,3%, explicado principalmente por el mal desempeño de las exportaciones tradicionales. En particular, las ventas externas de combustibles y productos de las industrias extractivas registraron una caída de 32,6% en marzo de 2015 respecto al mismo mes de 2014, jalonada por el desplome en las ventas de petróleo, productos derivados del petróleo y productos conexos (-44,7%).

Por su parte, las exportaciones no tradicionales también presentaron una contracción, aunque a un ritmo menor.

Gráfico 24. Exportaciones tradicionales y no tradicionales*



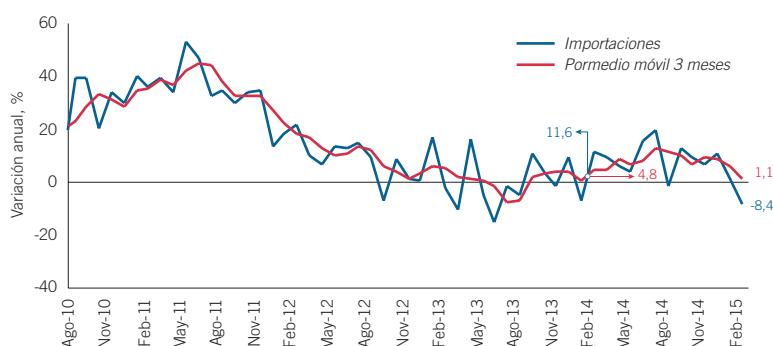
* Variación anual de las exportaciones tradicionales y no tradicionales en promedios móviles a tres meses.

Fuente: DANE.

Las importaciones totales decrecieron en febrero, registrando una caída de -8,4% respecto al mismo mes de 2014. Este resultado representa un detrimento de 9,6 pps respecto a la tasa de crecimiento observada el mes anterior. La disminución en las compras externas obedeció principalmente a una caída de 64,1% en el grupo de combustibles y productos de las industrias extractivas.

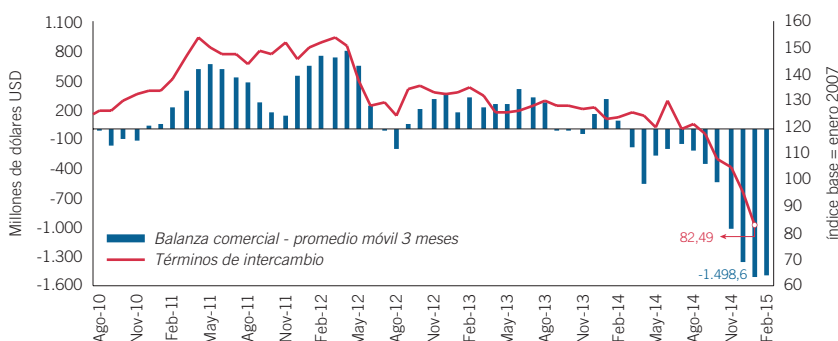
Las importaciones originarias de Estados Unidos, que representan el 22,5% de las importaciones totales, disminuyeron 39,3% respecto a febrero de 2014. Esto contribuyó con -13,3 pps a la variación total anual en febrero.

Gráfico 25. Importaciones (Valor FOB)



Fuente: DANE.

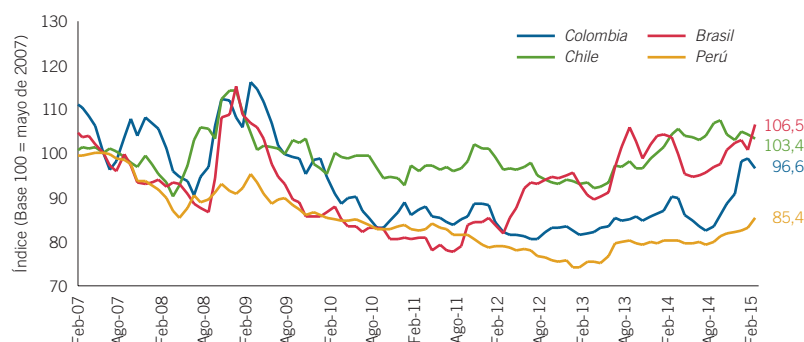
Gráfico 26. Evolución de la Balanza Comercial



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 27. Tasa de cambio real de Colombia, Chile, Brasil y Perú

En febrero, tanto la moneda de Colombia como la de Perú y Brasil se depreciaron en términos reales frente al dólar, alcanzando variaciones anuales de 7%, 6,4% y 4,2% respectivamente, siendo nuevamente la tasa del peso colombiano la más depreciada. Por otra parte, la tasa de cambio real chilena se apreció 0,9% frente a febrero de 2014.

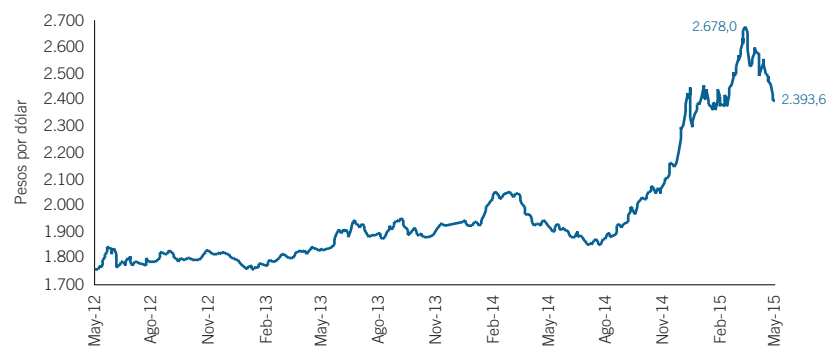


Fuente: Banco de la República, Banco central de Brasil, Banco de Chile, Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico 28. Comportamiento del tipo de cambio

En lo corrido del año hasta el 3 de mayo, el tipo de cambio del peso colombiano se ubica en niveles similares a los registrados a principios de 2015.

Durante el último mes, la caída del precio internacional del petróleo ha dejado de reflejar una devaluación tan pronunciada de la moneda local.

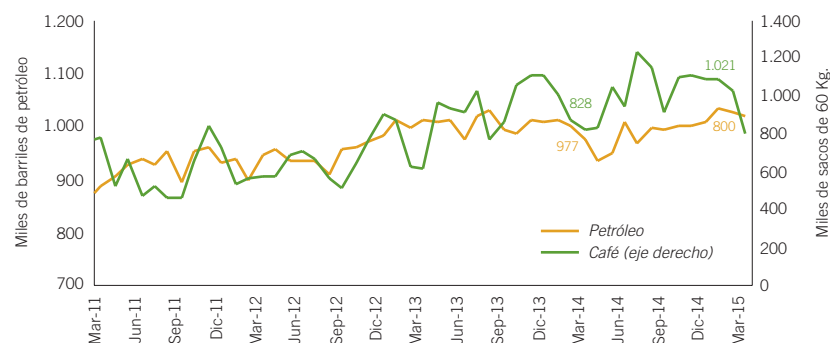


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 29. Producción de café y petróleo

Frente al mismo mes un año atrás, la producción de café en marzo registró una caída de 3,4% y se ubicó en 800 mil sacos de 60 kilos.

La producción de petróleo en marzo registró un incremento anual de 4,5% y se ubicó en 1'021.000 barriles diarios. De esta forma se completan seis meses consecutivos en que la producción diaria supera el umbral del millón de barriles.



Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos y Federación Nacional de Cafeteros.

CALENDARIO ECONÓMICO

Mayo 2015*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
27	28	29	30	1
4 Índice de Precios del Productor IPP	5 Exportaciones Indicador de Seguimiento de la Economía ISE Índice de Precios al Consumidor IPC	6	7	8 Tasa de desempleo Estados Unidos
11	12	13	14 Muestra Mensual Manufacturera Encuesta Mensual de Comercio al por Menor	16 Encuesta de Opinión del Consumidor EOC Licencias de construcción
18	19 Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo	20	21 Importaciones	22 Reunión Junta Directiva del Banco de la República Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo (ICI-ICCO)*
25	26	27	28	29 Indicadores del Mercado Laboral

* La fecha de publicación de las encuestas de opinión de Fedesarrollo son sujetas a cambios.

Fuente: DANE, Bloomberg y EuroStat.

Una

Prospectiva Económica

de manos expertas

Suscripción año 2015

27

Incluye:

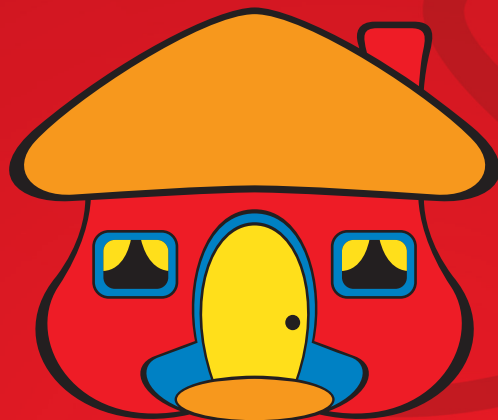
- ☐ Cuatro ediciones al año
- ☐ Servicio de Acompañamiento Macroeconómico
- ☐ Envío mensual de la Encuesta de Opinión Financiera
- ☐ Envío mensual de los Boletines de Encuesta de Opinión al Consumidor y Encuesta de Opinión Empresarial
- ☐ Envío virtual de la publicación mensual Tendencia Económica
- ☐ Envío de Informes Trimestrales
- ☐ Pauta publicitaria
- ☐ Invitación a Debates de Coyuntura Económica y Social Fedesarrollo

Informes Oficina Comercial

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 340 | 365 | 332

E-mail: comercial@fedesarrollo.org.co | www.fedesarrollo.org.co

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia



DAVIVIENDA

APOYAMOS
EL CRECIMIENTO
DEL PAÍS
