

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

156 y 157

Junio - Julio 2015



Editorial: La situación fiscal, el desbalance externo y sus implicaciones económicas en el mediano plazo

Actualidad: Revisión de las proyecciones macroeconómicas para 2015 y 2016

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 La situación fiscal, el desbalance externo y sus implicaciones económicas en el mediano plazo
- 2** ACTUALIDAD
Pág. 7 Revisión de las proyecciones macroeconómicas para 2015 y 2016
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA
Pág. 16

Tendencia Económica se hace
posible gracias al apoyo de:



La situación fiscal, el desbalance externo y sus implicaciones económicas en el mediano plazo*

Desde mediados de 2014, la caída de los precios del petróleo marcó el inicio de una etapa de incertidumbre y volatilidad en los mercados, que se ha prolongado y profundizado durante 2015. A pesar de que en el segundo trimestre de este año el precio del crudo tuvo alguna recuperación, esta tendencia se revirtió en el período más reciente, particularmente durante el mes de agosto. En Colombia, dicha coyuntura tiene implicaciones importantes sobre la sostenibilidad de las cuentas fiscales, a la luz de la dependencia que en los últimos años adquirieron los ingresos del gobierno con respecto a las rentas generadas por el sector minero-energético. A lo anterior se suma el efecto de la caída en los precios del crudo –y de otros minerales como el carbón y el oro– sobre el déficit de cuenta corriente de la balanza de pagos. En el último trimestre de 2014 y el primer trimestre de 2015 dicho déficit llegó a representar el 7% del producto interno bruto, lo que obliga a plantear la pregunta de qué tan sostenible es un desbalance externo de esa magnitud. Como se explica en detalle en el artículo de Actualidad de esta misma publicación, las proyecciones más recientes de Fedesarrollo indican que, aún bajo supuestos relativamente optimistas, el deterioro en las cuentas fiscales y externas en 2015 y 2016 será considerable, lo cual genera preocupación, teniendo en cuenta que en las últimas semanas los riesgos parecieran haber aumentado *pari passu* con la volatilidad de los mercados internacionales.

¿Qué se espera para 2015?

Las cifras fiscales proyectadas por el Gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) muestran un panorama complejo pero manejable para este año. Mientras que en junio de 2014 el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP) estimaba un déficit del orden de \$9,7 billones (1,2% del PIB) para el Sector Público Consolidado (SPC), ahora se proyecta en \$19,1 billones (2,4% del PIB). Esto se explica principalmente por dos

* La elaboración de este artículo contó con la colaboración de Diego Auvert.

factores. Primero, la caída en los precios del petróleo, que provocaría una disminución de 0,6% del PIB en el balance del Gobierno Nacional Central (GNC). Segundo, una mayor rapidez en la ejecución presupuestal de las regiones, por ser el último año de gobernadores y alcaldes. Lo anterior, sumado a los menores ingresos por regalías del sector minero-energético, implica una reducción de 0,3% del PIB en el superávit fiscal de los entes regionales y locales.

El MFMP proyecta que los ingresos tributarios del GNC aumentarían 0,2 pps del PIB respecto a 2014, lo cual implica un crecimiento nominal de 7,8%. En el acumulado hasta junio de 2015, el recaudo bruto se ubicó en \$67,9 billones, con un crecimiento nominal de 6,3% respecto al mismo periodo del año pasado. Las estimaciones de ingresos netos de Fedesarrollo son ligeramente más conservadoras que las del gobierno, lo cual se explica principalmente por nuestros menores supuestos de crecimiento económico y precios del petróleo. Así, el déficit del GNC para 2015 se ubicaría en 3,1% del PIB, levemente por encima de lo proyectado en el MFMP (3% del PIB). Si bien esta cifra es muy superior a la prevista en la Ley de Regla Fiscal -que implica que para este año el déficit estructural debería estar por debajo de 2,2% del PIB- el desfase es justificable por factores cíclicos y es previsible que su financiación no enfrente problemas en los mercados.

En el frente externo, por su parte, Fedesarrollo proyecta un deterioro significativo del déficit de cuenta corriente, el cual cerraría el año 2015 cerca de 6,5% del PIB, muy superior al ya alto nivel -de 5,2% del PIB- observado en 2014. La caída en las exportaciones sería superior al 25%, principalmente por el menor precio del petróleo, pero también por el mal desempeño en las ventas externas de otros productos mineros y de las exportaciones no tradicionales, que en el acumulado al mes de junio mostraban una caída de 6,3% de su valor en dólares. El

impacto de las menores exportaciones sería compensado solo parcialmente por una fuerte contracción en el valor en dólares de las importaciones, del orden del 15%, como respuesta a la devaluación del tipo de cambio y a la pérdida de dinamismo de la economía. A diferencia de lo que sucedía en años anteriores, además, la contracción de la inversión extranjera directa y de portafolio -que fueron las principales fuentes de financiamiento en 2014- implicará que la financiación del déficit corriente de la balanza de pagos sea más difícil de completar en el presente año.

El Mediano Plazo

Para los años restantes de esta década la situación luce más preocupante, especialmente en el frente fiscal. El MFPM supone para 2016 que, a pesar de un aumento de 0,6 pps en los gastos corrientes (explicado por un incremento en el gasto de intereses y las transferencias), los gastos totales prácticamente se mantendrán -en términos reales- en el mismo nivel de 2015. Para que esto ocurra, el rubro que sufre el mayor recorte es la inversión pública, que deberá caer en 2016 y en los años subsiguientes a 1,8% del PIB, cifra muy baja en términos históricos. A pesar de este ajuste tan fuerte en la inversión pública, en Fedesarrollo estimamos que de no hacerse nada para aumentar los ingresos tributarios, el déficit del GNC podría llegar el próximo año a 4,5% del PIB, superior en 0,9 pps del PIB al estimado en el MFMP (Cuadro 1).

Las razones por las cuales nuestras proyecciones implican niveles de déficit fiscal para 2016 mayores que los previstos por el Gobierno residen fundamentalmente en los menores ingresos proyectados por Fedesarrollo, debido tanto a un crecimiento económico más bajo como a menores rentas petroleras asociadas a supuestos menos optimistas sobre el comportamiento de los precios internacionales y las cantidades exportadas de crudo. Por esas mismas

razones, la aplicación de los mecanismos de ajuste cíclico contemplados en la regla fiscal podrían en principio justificar un mayor nivel de déficit “aceptable” para el cumplimiento de esta regla. Sin embargo, nuestras proyecciones sugieren que de mantenerse la metodología que se ha usado en los últimos años para calcular esos ajustes cíclicos, el déficit “aceptable” sería del orden de 4,1% del PIB, claramente inferior al que se proyecta. En este sentido, esas estimaciones indican que es urgente adoptar decisiones adicionales en materia de gasto público y/o de tributación con el propósito de ajustar las perspectivas de déficit en 2016.

Más preocupante que el elevado déficit fiscal que probablemente observaremos en 2016, lo que indican las proyecciones es una tendencia al deterioro en las finanzas públicas que será necesario revertir de manera drástica en los próximos años. La Ley de Regla Fiscal plantea que para el año 2018 el déficit estructural debe llegar a 1,9% del PIB. Incluso si para ese año se sigue admitiendo un espacio de déficit cíclico importante, como el que calcula Fedesarrollo bajo el supuesto de que el Comité Consultivo

de Regla Fiscal mantiene la metodología que ha usado hasta ahora, el déficit “aceptable” en ese año sería del orden de 2,7% del PIB, esto es, inferior en más de 1,5 puntos al que se observaría en 2016.

Lo anterior implica que entre 2016 y 2018 será indispensable un proceso de ajuste muy importante. La proyección de gasto público que estamos usando para calcular esta necesidad de ajuste es la que presenta el Gobierno en el MFMP en la cual, como se puede observar en el Cuadro 1, la inversión pública se mantiene en niveles de apenas 1,8% del PIB, nivel extremadamente bajo en comparación con la inversión del 3% del PIB que observamos en 2014. Los demás gastos (incluyendo funcionamiento, intereses y transferencias) tendrían que reducirse en 0,7% del PIB entre 2016 y 2018. Incluso con una reducción en los gastos del Gobierno tan notoria, las cifras indican que de no ajustarse los ingresos, el déficit en 2018 sería superior en casi dos puntos porcentuales al déficit estructural definido en la regla fiscal y en un punto porcentual al déficit requerido, ajustado por factores cíclicos. Esto significa

Cuadro 1
PROYECCIONES FISCALES
(% DEL PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018
Ingresos totales	16,7	16,1	14,6	14,6	14,6
Tributarios petroleros	1,2	0,7	0,1	0,5	0,6
Gastos totales	19,1	19,2	19,1	18,8	18,4
Inversión	3,0	2,6	1,8	1,8	1,8
Otros*	16,1	16,6	17,3	17,0	16,6
Déficit total	2,4	3,1	4,5	4,2	3,8
Déficit estructural Regla Fiscal	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9
Déficit requerido con ajuste cíclico (Fedesarrollo)	2,4	3,0	4,1	3,4	2,7
Déficit requerido con ajuste cíclico (MFMP)	2,4	3,0	3,6	3,1	2,7
Ingresos faltantes		0,1	0,3	0,8	1,0

* Incluye intereses, transferencias y otros gastos de funcionamiento.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, cálculos Fedesarrollo.

que será ineludible un aumento sustancial en el recaudo tributario, el cual deberá complementarse además para cubrir los faltantes que surgen a partir de 2019 por el desmonte previsto de varios impuestos que tienen carácter transitorio, tales como la sobretasa del CREE y el impuesto a las transacciones financieras.

El gobierno deberá aclarar en el futuro cercano cuáles serán las decisiones con las cuales revertirá la tendencia al deterioro que están presentando las finanzas públicas en 2015 y 2016. Esas decisiones deben ser suficientemente explícitas para mantener la credibilidad en la política fiscal que se ha logrado ganar en los últimos años. Esa credibilidad constituye un activo de enorme valor para la economía colombiana y será fundamental para conseguir los recursos financieros que se necesitan para cubrir tanto el déficit que ya tenemos en la cuenta corriente de la balanza de pagos como el déficit fiscal, el cual, como se mencionó, será probablemente superior al 4% del PIB en el año 2016. El reto de financiar esos déficits, por demás, será particularmente complejo en un entorno en el cual las tasas de interés internacionales estarán seguramente al alza y la liquidez mundial será menor a la de los últimos años.

En síntesis

Así las cosas, ante la nueva coyuntura internacional, el gobierno se enfrenta a un deterioro de las cuentas

fiscales y externas que persistirá en los próximos años y que exige una respuesta de política clara y contundente. La devaluación del tipo cambio ayuda a mitigar el impacto de la caída en el precio del petróleo sobre las finanzas públicas y contribuye al ajuste requerido en el déficit de cuenta corriente. Pero al mismo tiempo, una devaluación excesiva encarece el servicio de la deuda externa y puede poner en riesgo el cumplimiento de la meta de inflación del Banco de la República, afectando con ello, negativamente, las posibilidades de una recuperación sostenida del crecimiento económico en el mediano plazo. Si bien en nuestro escenario base la trayectoria de tipo de cambio no justificaría un aumento de tasas de interés, el balance de riesgos se inclina hacia una mayor devaluación, que afectaría la credibilidad del Banco de la República y podría justificar una respuesta de la política monetaria.

En estas condiciones, el mensaje más contundente de parte de las autoridades tendrá que venir del frente de las finanzas públicas. Aparte del ajuste en los gastos que ya está previsto en el MFMP, el cual tiene implícita una gran austeridad que no será fácil de llevar a la práctica, es urgente una reforma tributaria que compense la caída permanente en la renta petrolera en el mediano plazo, sustituya la expiración paulatina de los impuestos temporales y envíe un mensaje de tranquilidad a los mercados respecto al compromiso del gobierno de cumplir con los límites establecidos por la regla fiscal.

Revisión de las proyecciones macroeconómicas para 2015 y 2016*

Debido principalmente al deterioro de las condiciones externas y su impacto en la economía colombiana, Fedesarrollo revisó su proyección de crecimiento a la baja para 2015 de 3,5% a 3,0% y para 2016, de 3,7% a 3,0%.

De acuerdo con las nuevas previsiones, la fuerte devaluación de la tasa de cambio de los últimos meses no se reflejará rápidamente en una corrección significativa del desbalance en la cuenta corriente, el cual por el contrario cerraría en 2015 en 6,5% del PIB y en 5,2 % del PIB en 2016. Esto en razón no sólo de la moderada recuperación del precio del crudo sino también del efecto de la devaluación en el costo de los insumos y del tiempo que tomará la estructura productiva exportadora para adaptarse al nuevo entorno de elevada tasa de cambio, después de varios años de revaluación.

No obstante, como ya se ha dejado sentir, la devaluación tendrá un efecto desfavorable en el comportamiento de los precios y la inflación cerrará en 4,2% en 2015, por encima del techo del rango establecido por el Banco de la República (4,0%). Si las expectativas siguen ancladas como hasta ahora ha sucedido, la inflación bajaría hasta 3,3% en 2016, sin que el Banco de la República tenga que modificar su postura de política monetaria. De no ser así, el Banco podría verse en la necesidad de producir un aumento en su tasa de intervención.

Por último, a pesar del esfuerzo de ajuste del último año, la situación fiscal no luce halagadora, especialmente en 2016, año en que los ingresos fiscales resienten con mayor intensidad el impacto de la abrupta caída de los precios del petróleo. Proyectamos un déficit fiscal del Gobierno Nacional Central de 3,1% del PIB para 2015. Por su parte, para 2016, de acuerdo con nuestras estimaciones, la caída en los recaudos por menor actividad productiva y menores ingresos por rentas petroleras podrían llevar el déficit fiscal del gobierno nacional a 4,5% del PIB, si no se toman medidas de ajuste adicionales a las planteadas en el Marco Fiscal de Mediano Plazo, en el que ya se supone una drástica

* Este artículo contó con la colaboración de Marcela Rey.

contracción de la inversión pública. Luce indispensable, por esta razón, avanzar rápidamente en la búsqueda de nuevas fuentes de recaudo tributario para la Nación.

Aunque el escenario más probable de crecimiento económico es relativamente favorable si se compara con el desempeño económico en la región, exige el pronto anuncio y puesta en marcha de un esfuerzo significativo de ajuste fiscal, tal y como lo planteamos en el Editorial. Dicho ajuste no sólo será consistente con el cumplimiento de la regla fiscal sino que también permitirá mantener la credibilidad de los mercados en la economía, la cual es absolutamente necesaria en la actualidad para facilitar la financiación de la cuenta corriente, mientras su desbalance se va cerrando gradualmente en el tiempo, como respuesta al ajuste cambiario que estamos enfrentando.

El objetivo del presente artículo de actualidad es presentar un resumen de las proyecciones de Fedesarrollo para este y el próximo año sobre las principales variables macroeconómicas. Se presentan además los principales riesgos tanto al alza como a la baja en nuestro escenario, los cuales, en caso de materializarse, tendrían implicaciones importantes sobre el crecimiento, el balance externo y las cuentas fiscales del país.

Entorno Internacional

En línea con un desalentador primer semestre, las perspectivas de crecimiento mundial para 2015 se han ido perfilando hacia un escenario más débil al inicialmente esperado. Lo anterior como consecuencia de una lenta recuperación del crecimiento de Estados Unidos y Euro-

pa, junto con una fuerte desaceleración en China y una contracción en algunos países de la región, principalmente Brasil y Venezuela. Las perspectivas de una desaceleración económica en China y la turbulencia reciente en el mercado financiero de este país han inquietado a los mercados internacionales, pues China es uno de los principales demandantes de materias primas y la segunda economía más grande del mundo, por lo que una ralentización de dicha economía mayor a la esperada podría generar un efecto contagio al resto de economías.

En América Latina, los bajos precios de los *commodities* implican un deterioro en los términos de intercambio para países dependientes de las exportaciones de productos básicos. En particular, la caída en el precio del petróleo ha afectado fuertemente el balance externo de los países y ha reducido los ingresos fiscales en varios de estos (entre ellos Colombia), generando un aumento importante en el desbalance de las finanzas públicas y en los niveles de endeudamiento. De igual forma, la caída reciente en los precios del petróleo se ha traducido en una mayor percepción de riesgo frente a las economías emergentes y en una devaluación generalizada de las monedas¹, principalmente en aquellos países exportadores de materias primas. Si bien el Fondo Monetario Internacional (FMI) y la *Energy Information Administration* (EIA) pronostican una recuperación del precio del petróleo en la segunda mitad del año, los riesgos están actualmente sesgados a la baja.

Crecimiento Económico

El crecimiento de la economía colombiana en el primer trimestre de 2015 (2,8%) confirmó el proceso de desace-

¹ Entre febrero de 2014 y julio de 2015, el rublo, el real y el peso colombiano se devaluaron un 66,9%, 41,7% y 40,2% frente al dólar, respectivamente.

leración económica que comenzó desde finales del año anterior y se ubicó en un nivel que no se observaba desde el tercer trimestre de 2012, cuando el PIB registró un crecimiento anual de 2,5%. El modesto desempeño económico se debe a factores tanto internos como externos, como el desfavorable comportamiento del precio de los *commodities* (particularmente el petróleo), la devaluación de la tasa de cambio, el bajo dinamismo de la industria y la desaceleración de los principales socios comerciales. No obstante, la economía colombiana sigue creciendo por encima del promedio de América Latina y de países pares como México, Chile y Perú. Adicionalmente, el menor ritmo de crecimiento no se ha visto reflejado todavía en el mercado laboral, el cual continúa mostrando un buen desempeño.

A pesar de la difícil coyuntura, en el primer trimestre del año, siete de los nueve sectores que componen el producto interno bruto de acuerdo con la clasificación usada por el DANE tuvieron crecimiento positivo, cinco de ellos por encima del promedio de la economía. Los sectores de mayor dinamismo fueron el comercio y la construcción (particularmente de obras civiles). Cabe resaltar que si bien la construcción ha moderado su crecimiento en los últimos dos trimestres (con respecto al 2014), todavía es un sector estratégico de la economía nacional y se espera que se mantenga como el principal motor de crecimiento en los próximos años.

En contraste, los sectores menos dinámicos fueron los de explotación de minas y canteras e industria manufacturera. Con el resultado del primer trimestre, el sector minero completó cuatro trimestres consecutivos de variaciones negativas, explicadas recientemente por la menor producción de carbón, tras la decisión de la Corte Constitucional de restringir el funcionamiento nocturno del mayor tren transportador del país (FENOCO). En el

caso de la industria, el pobre desempeño del sector se explica parcialmente por una contracción importante en el subsector de refinación de petróleo, por el cierre de la Refinería de Cartagena.

Teniendo en cuenta la desaceleración económica local y factores externos como la débil recuperación de la economía mundial, la ralentización de la actividad económica en China, el persistente descenso en el precio de las materias primas y la expectativa de un aumento de tasas de interés en Estados Unidos, en Fedesarrollo corregimos a la baja el pronóstico de crecimiento para este año hasta 3,0%, lo que implica una desaceleración de 1,6 puntos porcentuales con respecto al crecimiento del 2014.

En cuanto al desempeño sectorial, esperamos que la construcción (particularmente de obras civiles) se mantenga como el principal motor de crecimiento de la economía colombiana. El crecimiento que estimamos para este sector en 2015 es de 4,7%, lo que sugiere un menor dinamismo respecto a 2014, como consecuencia de la disminución en la inversión pública (producto del aplazamiento del gasto), lo cual se compensaría de manera parcial por una mayor ejecución de proyectos regionales.

La minería mantendría un desempeño modesto en 2015, con una tasa de expansión de 0,6%, lo cual obedece a que si bien esperamos que la producción de petróleo se mantenga en un millón de barriles diarios en lo que resta del año, una menor producción de carbón contribuiría con el bajo desempeño del sector.

El sector industrial tendría un crecimiento nulo en 2015, con lo cual se mantiene el mal comportamiento observado en los últimos tres años. Esto obedece principalmente a tres factores: en primer lugar, se espera que el impulso a las exportaciones industriales por una

depreciación del tipo de cambio no se materialice en 2015, pues las empresas deben ajustar sus estructuras productivas antes de aprovechar la competitividad generada por un tipo de cambio depreciado, ya que en el corto plazo la depreciación implica un aumento sustancial del costo de los insumos importados. En segundo lugar, pese a que se espera que la puesta en marcha de la Refinería de Cartagena se lleve a cabo parcialmente en los últimos meses del año, la contribución sobre el crecimiento de la industria se vería en el 2016, una vez que la refinería entre por completo en operación. En tercer lugar, la menor demanda interna, la desaceleración económica de los principales socios comerciales y los problemas estructurales propios del sector podrían restarle dinamismo al mismo.

Respecto a los componentes de demanda, esperamos una fuerte desaceleración tanto en la inversión como en el consumo público, como consecuencia del aplazamiento y recorte de gasto. Por esta razón, ajustamos a la baja el pronóstico del consumo público a 2,2% y de la inversión pública a 3,5%. Por su parte, la depreciación del peso implica un encarecimiento de las importaciones de bienes de capital, afectando negativamente la inversión privada. Finalmente, el consumo de los hogares se verá afectado por la desaceleración de la economía y la devaluación, razón por la cual estimamos un crecimiento de 2,6%, sustancialmente inferior al observado en 2014 (Cuadro 1).

En 2016, la construcción se mantendría como el principal motor de crecimiento, creciendo incluso por encima de lo esperado para este año, en gran medida por la puesta en marcha de los proyectos de cuarta generación (4G). De igual forma, la industria tendría un buen desempeño, creciendo a tasas superiores a las de años anteriores, como consecuencia de la reapertura de la Refinería de Cartagena y al aprovechamiento en competitividad de una

tasa de cambio depreciada, una vez hechos los ajustes en la estructura productiva. Por el contrario, la minería continuaría contrayéndose, incluso hasta alcanzar una tasa de crecimiento negativa (-3,6%), pues se espera que la menor inversión en exploración empiece a tener efectos sobre la producción.

Nuestros pronósticos se basan en una perspectiva de recuperación lenta de los precios del petróleo y el carbón. En el escenario base, esperamos que la referencia WTI converja hacia una cotización de USD 68 por barril a lo largo de los próximos cuatro años y la Brent a USD 73 por barril. En 2015 el indicador WTI se ubicaría en un promedio anual de USD 49,4 por barril, mientras que el Brent estaría en USD 54,6 por barril, en línea con las proyecciones de la EIA. Lo anterior implica promedios en lo que resta del año alrededor de USD 44 por barril para el WTI y de USD 50 por barril para el Brent. Dada la gran incertidumbre en los mercados internacionales de crudo, persisten riesgos tanto al alza como a la baja. Los primeros hacen referencia al cierre de proyectos con altos costos y recortes de producción de grandes productores, mientras que los segundos -y más probables- tienen que ver con una desaceleración del crecimiento de China, la acumulación de inventarios en Estados Unidos y una mayor producción proveniente de países de la OPEP.

Teniendo en cuenta el comportamiento reciente del tipo de cambio y el impacto que tienen sobre esta tasa las condiciones externas, fiscales y reales, existe una gran incertidumbre sobre lo que pueda suceder con esta variable en lo que resta de 2015 y a lo largo de 2016. Para efectos de nuestra proyección base, en cualquier caso, corregimos al alza el promedio para 2015, lo que supone una tasa promedio de \$2.820 por dólar para lo que resta del año. Si bien esta tasa implicaría una apreciación importante con respecto a lo observado durante el mes de agosto, su

nivel sería superior en más de 40% a lo observado un año atrás, reflejando factores como la mayor percepción de riesgo en las economías emergentes, el comportamiento de los precios internacionales de las materias primas, la expectativa de una próxima subida de tasas por parte de la Reserva Federal en los Estados Unidos - la cual se daría en el cuarto trimestre de este año -, y los menores flujos de inversión extranjera hacia el país. Cabe resaltar que si bien esta devaluación puede tener efectos contractivos sobre el producto, le permite a la economía ajustarse adecuadamente al creciente desequilibrio externo. Es claro en cualquier caso que el balance de riesgos predominante en la actualidad es hacia un nivel de tasa de cambio mayor al de nuestra proyección básica y, en forma consistente,

hacia unas menores tasas de crecimiento económico, tal como se resume en el Cuadro 2.

Sector Externo

En Colombia, la drástica caída en el precio del petróleo y de otros productos básicos de exportación se ha traducido en un fuerte aumento en el desbalance externo que genera grandes preocupaciones. Durante el primer trimestre, el déficit de cuenta corriente se ubicó en USD 5.136 millones -equivalente al 7,0% del PIB corriente trimestral- lo que representa un incremento del 27,4% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Este déficit se originó por los balances deficitarios de comercio exterior de bienes

Cuadro 1
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO EN 2015 - 2016
(Escenario base)

	2013	2014	2015	2016
Sectores productivos				
Agropecuaria	6,7	2,3	3,0	2,6
Minería	5,5	-0,2	0,6	-3,6
Construcción	11,6	9,9	4,7	7,0
Edificaciones	11,2	7,4	1,6	3,1
Obras Civiles	12,1	12,0	7,0	9,8
Industria	0,6	0,2	0,0	4,0
Servicios Públicos	3,2	3,8	3,4	3,2
Establecimientos Financieros	4,6	4,9	4,2	4,1
Comercio	4,5	4,6	2,8	2,9
Transporte y Comunicaciones	3,6	4,2	3,5	3,2
Servicios Sociales	6,0	5,5	3,1	2,4
Total PIB	4,9	4,6	3,0	3,0
Componentes de demanda				
Consumo privado	3,8	4,4	2,6	2,6
Consumo público	9,2	6,2	2,2	2,0
Inversión pública	10,9	12,0	3,5	1,1
Inversión privada	2,1	10,4	0,1	3,4
Exportaciones	5,3	-1,7	0,4	1,7
Importaciones	6,4	9,2	-1,8	0,4
Total PIB	4,9	4,6	3,0	3,0

Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

Cuadro 2
BALANCE DE RIESGOS SOBRE LA PROYECCIÓN BÁSICA DE CRECIMIENTO

	Riesgos predominantes	Riesgos	
		Alza	Baja
Crecimiento mundial	↓	<ul style="list-style-type: none"> ▣ Mayor crecimiento EE.UU 	<ul style="list-style-type: none"> ▣ Desaceleración China ▣ Menor crecimiento en América Latina
Precio del petróleo	↓	<ul style="list-style-type: none"> ▣ Cierre de proyectos de alto costo, lo que restringiría la producción 	<ul style="list-style-type: none"> ▣ Aumento de la producción OPEC (Medio oriente) ▣ Aumento inventarios EE.UU
Producción de petróleo en Colombia	↓		<ul style="list-style-type: none"> ▣ Menor renovación de proyectos ▣ Menor inversión ▣ Atentados a la infraestructura
Proyectos 4G	↓		<ul style="list-style-type: none"> ▣ Retraso en ejecución primera ola ▣ Retraso en trámites administrativos
Exportaciones no tradicionales	↓	<ul style="list-style-type: none"> ▣ Ganancia en competitividad por tipo de cambio depreciado 	<ul style="list-style-type: none"> ▣ Aumento de costos vía insumos importados ▣ Desaceleración económica principales socios comerciales
Crecimiento PIB		3,3%	2,8%

Fuente: Elaboración propia.

y servicios y renta factorial. En contraste, el componente de transferencias presentó un balance positivo, con un incremento anual de 15,3% respecto al primer trimestre de 2014. La balanza comercial de bienes fue deficitaria en USD 3.315 millones en el primer trimestre de 2015.

Este déficit en cuenta corriente fue financiado con ingresos de capital por un valor de USD 4.796 millones. Al igual que en los últimos años, el desbalance externo del país se financió con Inversión Extranjera Directa (IED) y de Portafolio. No obstante, la IED, que hasta el 2013 había sido la principal fuente de recursos externos del país, tuvo un recorte significativo en el primer trimestre del año. La inversión de portafolio también se contrajo en 4,0% en el primer trimestre de 2015 respecto al mismo periodo de

2014. En contraste, resalta el crecimiento de los préstamos y créditos externos, los cuales alcanzaron con corte a marzo USD 2.044 millones, mostrando un crecimiento anual de 375,6% frente al mismo periodo del año anterior.

La caída en los flujos de inversión se ha pronunciado en los meses más recientes, de manera particularmente fuerte en el caso de la inversión de portafolio. A partir del mes de junio, incluso, se observaron salidas netas de divisas (490 millones de dólares) por este concepto en las cifras de la balanza cambiaria del Banco de la República.

En este contexto, para 2015 seguimos esperando un fuerte deterioro en las cuentas externas del país. El déficit en cuenta corriente en nuestra más reciente proyección

alcanzará un 6,5% del PIB (aproximadamente 19,7 mil millones de dólares). Este déficit incorpora una fuerte caída en las importaciones de 15%, lo cual es consistente con la depreciación del peso y con nuestra corrección a la baja en el crecimiento para el año en curso. Si bien el déficit en cuenta corriente proyectado es ligeramente superior en dólares al observado en 2014, debe anotarse que en alto grado su incremento como porcentaje del PIB se genera por el efecto contable de la depreciación del peso en el valor en dólares del PIB.

En el escenario base esperamos que en el mediano plazo se dé una reducción gradual del déficit en cuenta corriente, conforme se produzca la recuperación de la balanza comercial y mejoren los términos de intercambio del país. A partir de 2016, de la mano de una recuperación gradual de los precios internacionales de los *commodities*, junto con un mayor dinamismo de la economía mundial, las exportaciones empezarán a recuperarse, y por consiguiente, también la balanza de bienes y servicios. Sin embargo, es importante enfatizar que en ausencia de grandes cambios en el entorno externo y en la estructura productiva del país, la situación externa en los próximos años no será favorable.

Por último, hay que señalar que ante el nuevo panorama de incertidumbre mundial, la perspectiva de incremento de tasas por parte de la FED y una mayor percepción de riesgo hacia los países emergentes, es posible que los capitales migren hacia países más seguros como Estados Unidos y Europa, haciendo más difícil el financiamiento del déficit. En el escenario bajo, los riesgos asociados a un deterioro más fuerte de los términos de intercambio mantendrían el déficit en niveles altos, lo que implicaría una devaluación más pronunciada de la tasa de cambio, que afectaría negativamente fundamentales como la inflación, el crecimiento económico, el empleo y el cumplimiento de la regla fiscal.

Inflación y política monetaria

La tendencia alcista que venía presentando la inflación en los primeros meses de 2015, se corrigió parcialmente a partir del segundo trimestre, al pasar de 4,64% en abril a 4,46% en julio del presente año. Dicha corrección ha estado explicada principalmente por la menor inflación de alimentos, que ha disminuido 2,0 pps durante este lapso, como resultado de la reversión en la tendencia al alza de los precios del arroz y la papa. Sin embargo, pese a la moderación registrada en los últimos meses, el nivel

Cuadro 3
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS EN EL ESCENARIO BASE
(Miles de millones de dólares)

	2013	2014	2015	2016
Bienes	3,2	-4,6	-11,5	-9,7
Exportaciones	60,3	57,0	40,9	42,2
Importaciones	57,1	61,6	52,4	51,9
Servicios	-5,9	-6,6	-3,9	-3,6
Renta de factores	-14,2	-12,7	-8,8	-8,2
Transferencias	4,6	4,4	4,5	4,7
Cuenta corriente	-12,4	-19,5	-19,7	-16,7
% PIB	-3,4%	-5,2%	-6,5%	-5,2%

Fuente: Modelo de Balanza de Pagos - Fedesarrollo.

de precios continúa por encima del rango meta del Banco de la República y se sitúa en uno de los niveles más altos de lo corrido de esta década.

Los precios de los bienes regulados han presentado una trayectoria decreciente desde noviembre de 2014 como resultado de la caída en los precios de los combustibles, lo cual obedece a la actual coyuntura del precio internacional del petróleo que le ha permitido al gobierno disminuir el precio por galón de gasolina y ACPM.

La inflación de transables, por su parte, sigue respondiendo a los mayores niveles de tasa de cambio (*exchange-rate pass through*) ubicándose para julio en 4,69%, cifra superior en 1,1 pps con respecto al valor registrado en abril. La inflación de no transables, por otra parte, evidenció un paulatino aumento en lo corrido del primer semestre del año, como consecuencia del alza en los precios de arrendamiento.

La inflación para final de 2015 se ubicará probablemente por encima del rango objetivo del Banco de la República. Nuestra proyección básica ubica esta cifra en 4,2%. Sin embargo, las expectativas a uno y dos años vista se mantienen ancladas en un rango entre 3,0 y 3,5%, lo que demuestra que los agentes perciben el aumento actual de la inflación como un evento transitorio, lo que ha dado al Banco de la República la tranquilidad necesaria para mantener las tasas de interés de intervención inalteradas en 4,5%. Esta situación, sin embargo, podría verse afectada si no se revierte, al menos parcialmente, el fuerte aumento en la tasa de cambio que tuvo lugar durante el mes de agosto, cuyos efectos sobre la inflación de bienes transables pueden ser significativos. Bajo nuestra proyección base, en la que la tasa de cambio retornaría a niveles cercanos al \$2.800 por dólar, la credibilidad en el cumplimiento de las metas de inflación a mediano plazo estaría garantizada

y el Banco de la República probablemente mantendría sus tasas de interés estables. En la eventualidad de una tasa de cambio más alta, que coincidiría probablemente con un escenario de menor crecimiento económico pero también de mayores presiones inflacionarias, el Banco probablemente se vería obligado a aumentar sus tasas de intervención para garantizar el cumplimiento de sus metas y evitar que se pierda la credibilidad lograda con tanto esfuerzo a lo largo de las últimas décadas.

Es claro en cualquier caso que el balance entre una menor dinámica económica nacional y el incremento en la inflación, le impone a la autoridad monetaria una importante disyuntiva. En este sentido, la política monetaria reaccionará en función de la capacidad de la economía para absorber choques externos como la caída permanente en el ingreso como consecuencia de los menores precios del petróleo y el ajuste requerido ante el aumento previsto en las tasas de interés de la Reserva Federal estadounidense. Dada la naturaleza permanente del choque petrolero y el fuerte desequilibrio que esta coyuntura ha generado en la balanza de pagos, en Fedesarrollo creemos que el Banco de la República no puede darse el lujo de responder a este dilema con una política monetaria de tipo expansiva encaminada a estimular la actividad productiva. Este tipo de política aumentaría el exceso de demanda que ya se refleja en el déficit corriente de la balanza de pagos y generaría mayores dificultades para la financiación de este déficit, haciéndolo eventualmente insostenible.

Esperamos, por otro lado, que las expectativas de inflación se mantengan bajo control y que el Banco de la República no se vea obligado a adelantar políticas restrictivas de aumento en la tasa de interés, antes de que se inicie el proceso de recuperación de la actividad productiva. De esta manera, en nuestro escenario base, la dinámica del PIB y la inflación llevarían a que el Banco de la República

mantenga su tasa de interés constante en 4,5% durante 2015 y 2016, con incrementos muy graduales en 2017 y 2018.

Situación fiscal

Para 2015, en Fedesarrollo estimamos que el déficit total del Gobierno Nacional se ubicaría en 3,1% del PIB, levemente por encima de lo proyectado en el MFMP (3% del PIB). El deterioro con respecto a lo observado en 2014, 2,4% del PIB, es consecuencia de un detrimento de la renta petrolera y de los dividendos que Ecopetrol le reparte a la Nación, así como del impacto de la desaceleración sobre el recaudo de otros impuestos. Estos impactos se sentirán con mayor fuerza aún en 2016, cuando incluso con una política de austeridad importante en el gasto, tal como la prevista en el Marco Fiscal de Mediano Plazo anunciado por el Gobierno, el déficit podría alcanzar un preocupante

4,5% del PIB si no se hace muy rápidamente algún ajuste tributario que incremente sustancialmente el recaudo.

Si bien parte del aumento en el déficit respondería a factores cíclicos (la caída en la renta petrolera y la desaceleración económica), lo cual podría justificar una desviación importante con respecto a los niveles de déficit estructural de la regla fiscal -más cercanos al 2% del PIB-, nuestras estimaciones indicarían que en cualquier caso los niveles de déficit fiscal proyectados serían inconsistentes con el cumplimiento de dicha regla y podrían ser difíciles de financiar en ausencia de una estrategia de ajuste. Como insistimos en nuestro Editorial, de no avanzarse rápidamente en el anuncio y puesta en marcha de un esfuerzo de mayor austeridad en el gasto y/o de un incremento significativo de la tributación, el país correría el riesgo de afectar negativamente la credibilidad que ha logrado durante los últimos años en materia del manejo de sus finanzas públicas.

Cuadro 4
PRONÓSTICO MONETARIO EN EL ESCENARIO BASE
(%)

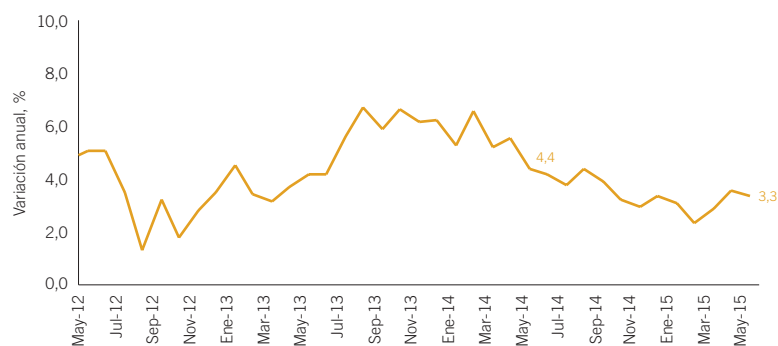
	2014	2015	2016
Inflación	3,66	4,2	3,3
Inflación de alimentos	4,69	4,4	3,4
Inflación bienes transables	2,03	4,8	3,0
Inflación bienes no transables	3,38	3,8	3,4
Tasa repo cierre del año	4,50	4,5	4,5

Fuente: Modelo Monetario de Fedesarrollo.

Actividad productiva

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

En mayo, el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) cayó 0,2 puntos porcentuales (pps) respecto al mes anterior, y registró una variación anual de 3,3%. En lo corrido del año 2015, el ISE tuvo un crecimiento acumulado de 3,0%, inferior al crecimiento de 5,4% registrado entre enero y mayo del año anterior.



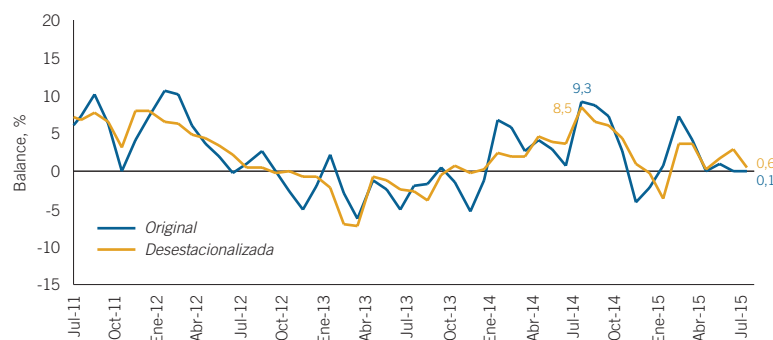
* Serie desestacionalizada.

Fuente: DANE.

■ Gráfico 2. Índice de Confianza Industrial (ICI)

En julio, el Índice de Confianza Industrial (ICI) se ubicó en 0,1%, registrando el mismo valor del mes de junio y una variación anual negativa de 9,2 pps.

La disminución de la confianza industrial en comparación con el mismo mes de 2014 es explicada principalmente por la caída en 17,2 pps en el componente de expectativas de producción para el próximo trimestre y una contracción de 2,7 pps en el volumen actual de pedidos.

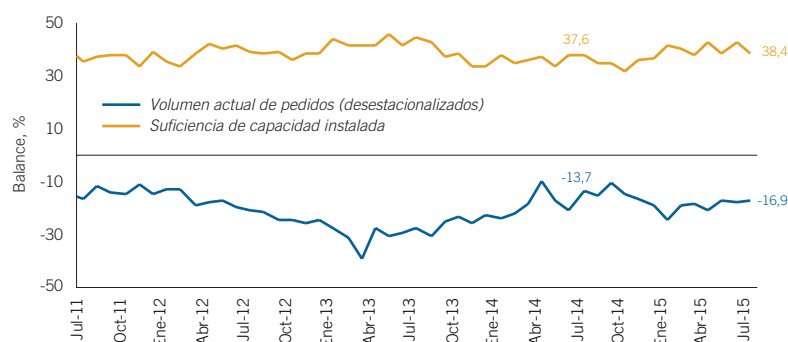


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

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

El indicador de suficiencia de capacidad instalada se ubicó en 38,4% para el mes de julio. Esto representa un incremento de 0,8 pps con respecto al mismo mes del anterior año.

El volumen actual de pedidos registró una variación negativa de 3,2 pps respecto a julio de 2014 ubicándose en 16,9%. Sin embargo, en comparación con el mes anterior, el indicador tuvo un aumento de 0,9 pps y continúa con la tendencia positiva de los últimos tres meses.

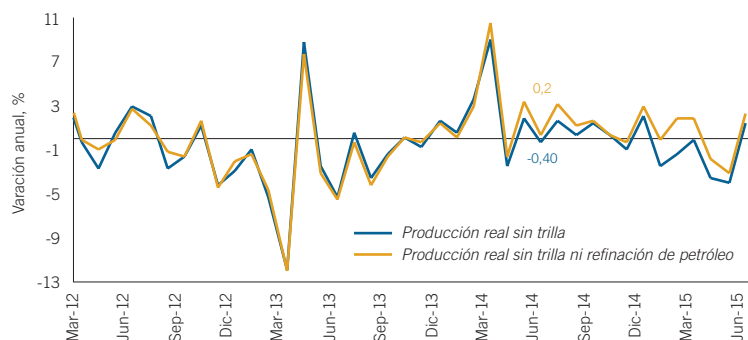


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

* La elaboración de esta sección contó con la asistencia de Juan Andrés Páez y Viviana Alvarado.

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

Luego de cinco meses consecutivos con crecimientos anuales negativos, en junio el Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café registró un crecimiento de 1,4%. Sin tener en cuenta la refinación de petróleo ni la trilla de café, la industria creció 2,2% y los sectores que más contribuyeron a este resultado fueron: elaboración de bebidas, confección de prendas de vestir y fabricación de productos de plástico.

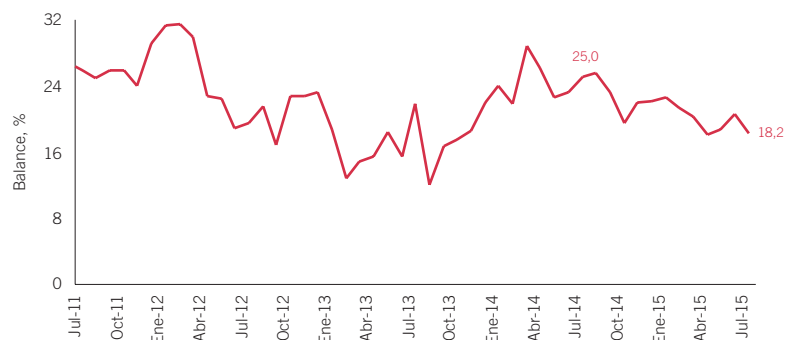


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 5. Índice de Confianza Comercial (ICCO)

En julio, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) registró un deterioro de 2,4 pps en comparación con el mes de junio y una caída en 6,8 pps con respecto a julio de 2014.

La caída en el ICCO en relación con julio de 2014 es el resultado de una reducción de 19,6 pps en el indicador de expectativas de situación económica y de 4,5 pps en la percepción de los comerciantes sobre la situación económica actual de la empresa.

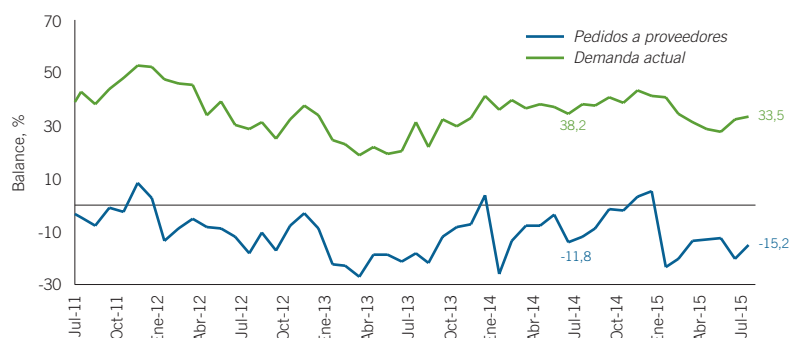


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

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

Los pedidos a proveedores tuvieron en julio una variación mensual positiva de 4,9 pps con respecto a junio. Sin embargo, en comparación a julio de 2014, este indicador refleja una caída de 3,4 pps.

Por segundo mes consecutivo la demanda actual del sector comercio registró una variación mensual positiva, reflejando un cambio en la tendencia del primer semestre del año. No obstante, el dato de julio (33,5%) es 4,7 pps inferior al del mismo mes del año anterior.

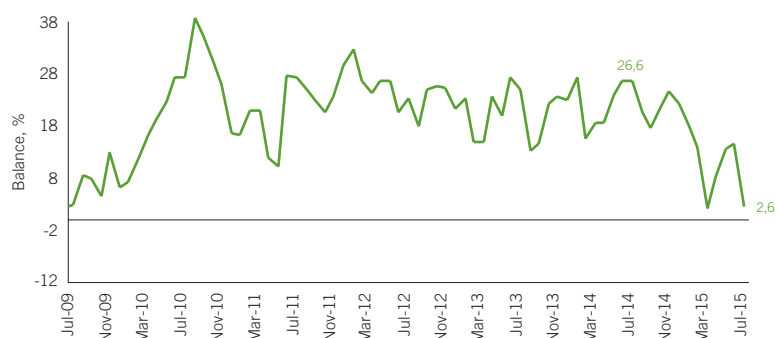


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En julio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ubicó en un balance de 2,6%, con una contracción de 12,1 pps respecto al mes anterior y de 24,0 pps frente a julio de 2014. Con el resultado de este mes, la confianza de los consumidores retornó a niveles similares a los de marzo, luego de tres meses consecutivos de recuperación.

La disminución de la confianza de los consumidores frente al mes anterior obedece a una caída de 16,8 pps en el componente de condiciones económicas actuales y de 9,0 en el componente de expectativas.

Gráfico 7. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)

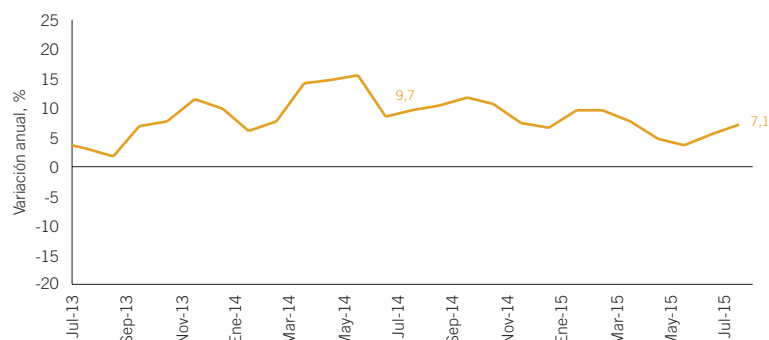


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

En el trimestre móvil mayo-junio los despachos de cemento gris tuvieron una variación anual de 7,1%, confirmando la tendencia positiva de los últimos 3 meses. Sin embargo, esta variación es 2,6 pps inferior con respecto al mismo trimestre del año anterior.

En junio, los despachos de cemento gris al mercado nacional tuvieron una variación anual de 8,8%. Desagregando por canal de distribución, este crecimiento obedece principalmente a un aumento en los despachos para constructores y contratistas (18,7%) y en menor grado para comercialización (4,8%),

Gráfico 8. Despachos de cemento gris*



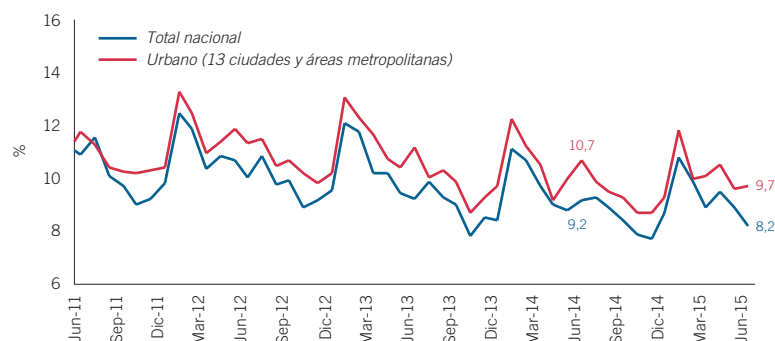
*Promedio móvil tres meses

Fuente: DANE.

La tasa de desempleo nacional se situó en 8,2 en el mes de junio, una caída de 1 pp con respecto al año pasado. Luego de dos meses consecutivos con crecimientos anuales positivos, la población desocupada para junio registró una caída de 8,8%.

Por otra parte, la tasa de desempleo en las 13 ciudades y áreas metropolitanas fue de 9,7%, inferior en 1 pp con respecto al mismo periodo del año anterior. Por primera vez en los últimos 15 años se logra una cifra de un dígito para el mes de referencia.

Gráfico 9. Tasa de desempleo

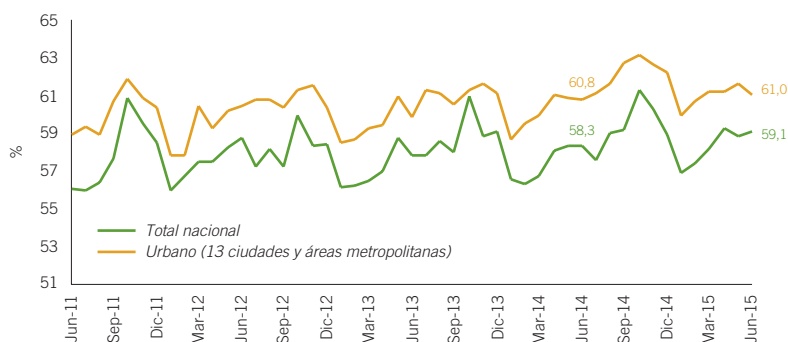


Fuente: DANE.

Gráfico 10. Tasa de ocupación

La tasa de ocupación para el mes de junio se ubicó en 59,1%, un aumento de 0,8 pps con respecto al año anterior y el valor más alto para ese mes desde que se tiene registro mensual (2001).

Por otra parte, la tasa de ocupación en las 13 ciudades y áreas metropolitanas fue de 61,0%, registrando un aumento de 0,2 pps con respecto al valor del año pasado.

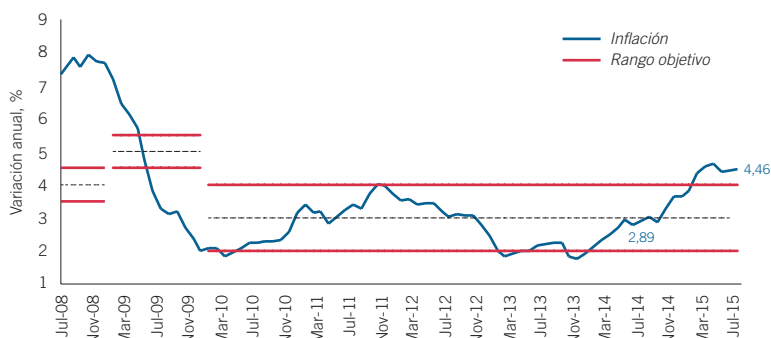


Fuente: DANE.

Sector financiero y variables monetarias

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

En julio, la inflación anual se ubicó en 4,46%, manteniéndose por sexto mes consecutivo por encima del rango meta del Banco de la República. La variación anual del IPC fue superior en 0,04 pps frente al registro de junio y en 1,57 pps respecto a julio de 2014.

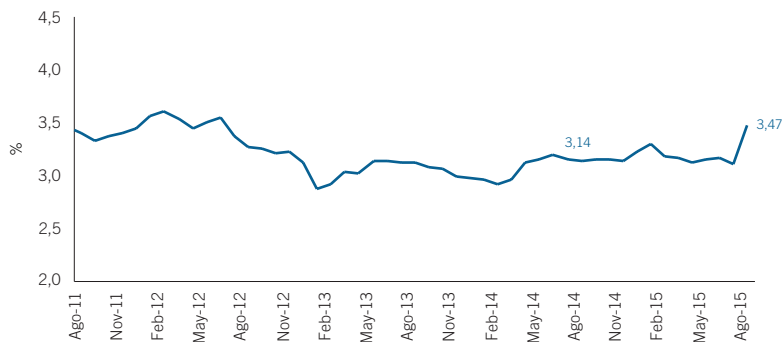


Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico 12. Expectativas de inflación*

De acuerdo con la Encuesta Mensual de Expectativas de inflación del Banco de la República, las expectativas para un horizonte de 12 meses se situaron en 3,47%, con un incremento de 36 puntos básicos respecto al mes anterior.

A pesar del aumento de la inflación de los últimos meses, las expectativas a un año se han mantenido dentro del rango objetivo del Banco de la República.



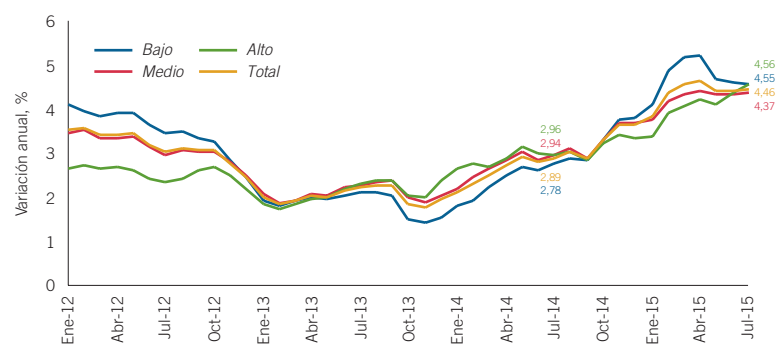
*12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República.

En julio, la inflación anual tuvo un alza generalizada para todos los niveles de ingreso en comparación con el mismo mes de 2014. Los grupos con las variaciones más altas en los últimos 12 meses han sido la población de ingresos bajos (1,77 pps), seguidos de los ingresos altos (1,60 pps) y medios (1,43 pps).

La inflación anual de los hogares de ingresos bajos mantuvo la tendencia bajista de los últimos meses, disminuyendo 5 pbs entre junio y julio. Esto se explica principalmente por la caída en los precios de los alimentos.

■ Gráfico 13. Inflación por nivel de ingreso

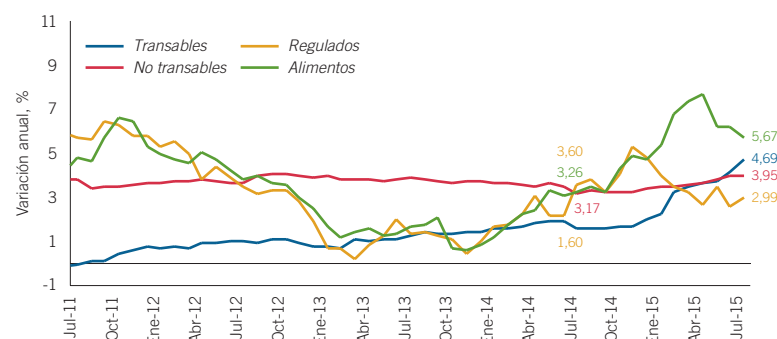


Fuente: DANE.

La tendencia a la baja de la inflación de alimentos en los últimos meses continúa como resultado de la caída en los precios de la papa (-15,49%) y del arroz (-3,68%). Por su parte, la inflación anual de los bienes y servicios no transables ha permanecido relativamente estable en los últimos meses (3,95% en julio).

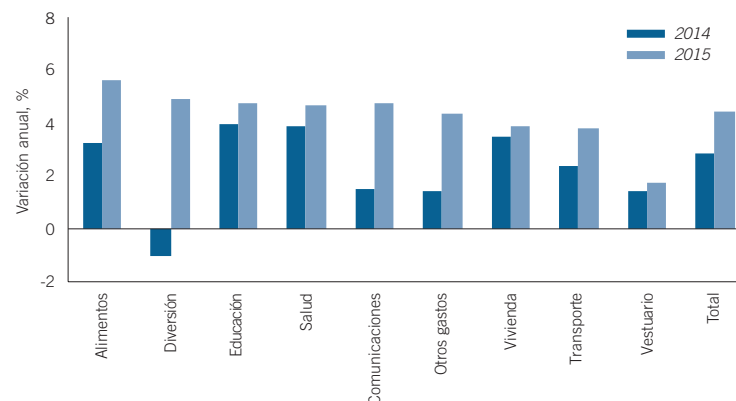
La aceleración en el nivel de precios de bienes y servicios transables se mantiene con una variación positiva de 0,52 pps respecto a junio, resultado de la devaluación de la tasa de cambio.

■ Gráfico 14. Inflación por componentes



Fuente: Banco de la República.

■ Gráfico 15. Inflación por grupos de gasto con corte a junio

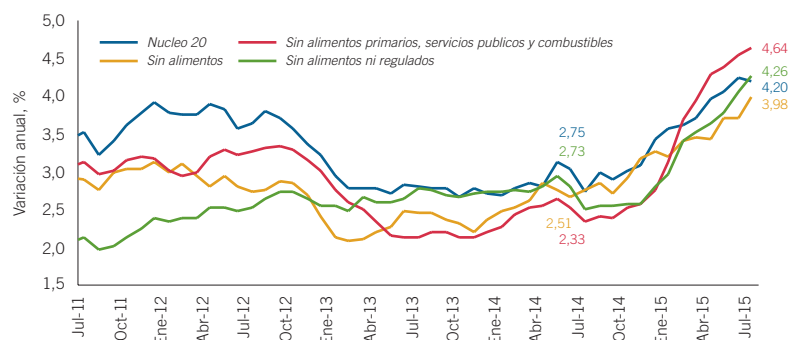


Fuente: DANE.

En julio la tendencia alista en las medidas de inflación básica se ha mantenido para todos los rubros, excepto para la inflación núcleo 20, la cual tuvo un leve descenso en comparación con el mes anterior (4 pbs).

La inflación sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles permanece como el grupo con el mayor aumento en lo corrido del año (4,64%).

Gráfico 16. Medidas de inflación básica

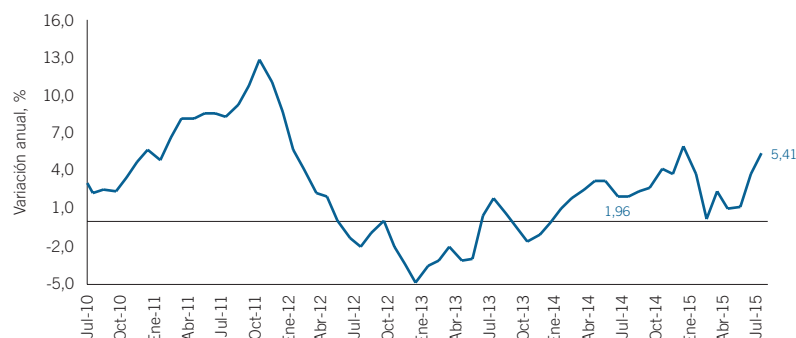


Fuente: Banco de la República.

El Índice de Precios del Productor (IPP) registró una variación anual de 5,41%, reflejando un aumento de 3,45 pps respecto al mismo mes del año anterior.

De acuerdo con la clasificación CUODE, el crecimiento en el último mes del IPP se debe principalmente al incremento del costo de los bienes de capital (2,72%) y a los bienes de consumo intermedio (1,23%).

Gráfico 17. Índice de Precios del Productor

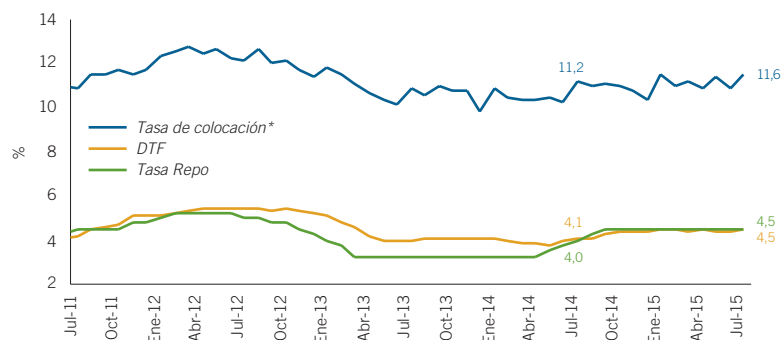


Fuente: DANE.

La tasa de captación DTF pasó de 4,06% en julio de 2014 a 4,52% en el mismo mes del presente año. Por su parte, en su reunión de agosto el Banco de la República mantuvo la tasa repo en 4,5 por doceavo mes consecutivo.

La tasa promedio de colocación se ubicó en 11,55%, lo cual corresponde a un incremento de 32 pbs frente al mismo mes del año pasado.

Gráfico 18. Tasas de interés



* La tasa de colocación incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.

Fuente: Banco de la República.

Durante julio, la cartera total mostró un incremento real anual de 9,4%, 2 pps menos que la tasa observada durante el mismo mes de 2014. Esta desaceleración responde principalmente a la menor expansión de la cartera de crédito hipotecario y comercial, grupos cuya cartera real se contrajo en 15,4 y 2,0 pps, respecto a julio del año anterior.

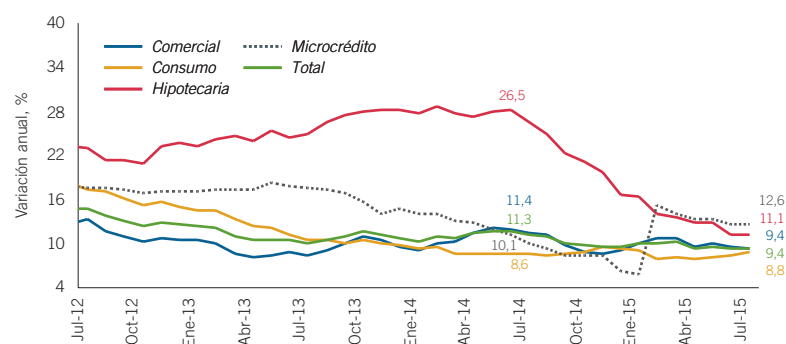
En julio las carteras de microcrédito e hipotecaria mantuvieron constante su tasa de crecimiento respecto al mes anterior (12,6 y 11,1%, respectivamente). Por su parte, la cartera de consumo tuvo una leve aceleración con un aumento de 40 pbs.

El indicador de calidad de cartera se ha mantenido estable en un rango de 2,9% a 3,1% durante los últimos 12 meses.

Con respecto al comportamiento de cada uno de los rubros, la calidad de la cartera de consumo tuvo un deterioro de 0,35 pps en lo corrido del año, pero conserva un nivel cercano al observado en el mismo mes del año anterior. Por otro lado, la calidad de la cartera de microcrédito registró una mejora de 0,9 pps en comparación a julio de 2014 y de 1,25 pps desde el nivel máximo de enero de 2015.

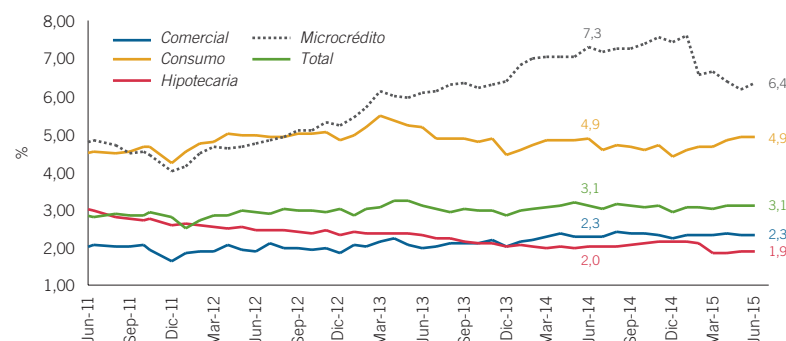
El índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia cerró el pasado 28 de agosto en 1.218,0 registrando una caída del 6,2% en este mes. Esto confirma la tendencia vista en lo corrido del año, periodo en el cual el índice se ha desvalorizado un 17,9%.

Gráfico 19. Cartera real por tipo de crédito



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

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.

Gráfico 21. Índice COLCAP

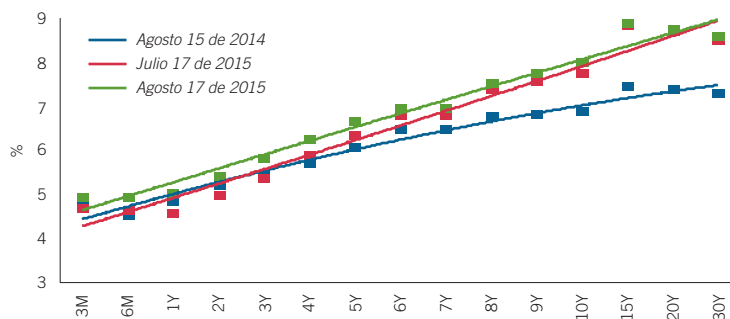


Fuente: Banco de la República.

El 17 de agosto, la tasa de los TES 2024 cerró en 7,73%, 11 pbs por encima de los niveles del mes anterior y 93 pbs por encima de la tasa a la que se negociaron un año atrás. Esto confirma la tendencia a la desvalorización de los TES de largo plazo durante los últimos meses.

Las partes corta y media de la curva de rendimientos tuvieron diferencias de 24 y 59 pbs en su tasa promedio con respecto a los niveles de agosto de 2014, evidenciando un aumento en la percepción de riesgo para dichos plazos.

Gráfico 22. Curva de rendimientos TES para Colombia



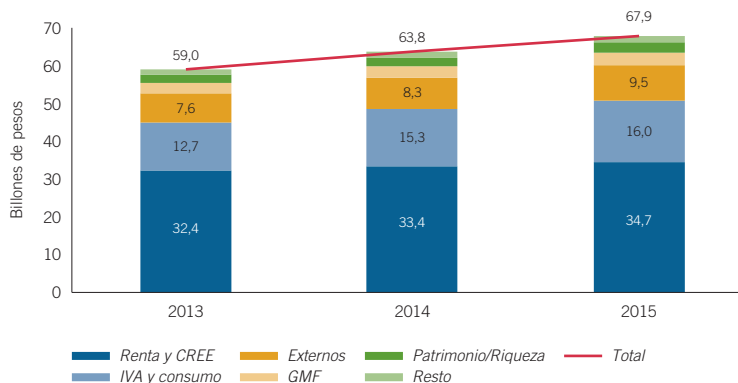
Fuente: Bloomberg.

Sector fiscal

Gráfico 23. Recaudo tributario por tipo de impuesto (Enero-junio)

El recaudo tributario en lo corrido del 2015 fue de 67,9 billones de pesos, equivalente a un aumento nominal del 6,3% en comparación con el mismo periodo del año 2014. Este crecimiento es ligeramente inferior al esperado por el gobierno para el final del año (7,8%).

Entre los distintos impuestos resalta el aumento de 14,4% en el recaudo de los impuestos externos. Si bien las importaciones se han reducido significativamente durante los últimos meses, el recaudo ha aumentado debido a la fuerte devaluación de la moneda.



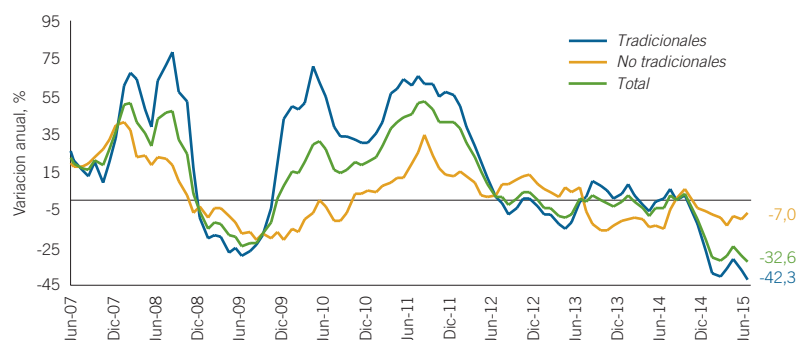
Fuente: DIAN.

Sector externo

Gráfico 24. Exportaciones tradicionales y no tradicionales

Para el trimestre móvil abril – junio, las exportaciones de Colombia presentaron una caída de 32,6% con respecto al mismo periodo del año anterior. La pronunciada contracción obedece principalmente al declive de 41,6% y 44,9% en las exportaciones de petróleo y derivados y de carbón, respectivamente.

Por su parte, para el trimestre móvil las exportaciones no tradicionales exhibieron una caída de -7,0% frente al mismo periodo de 2014 que obedece a un menor dinamismo de los principales socios comerciales de Colombia.



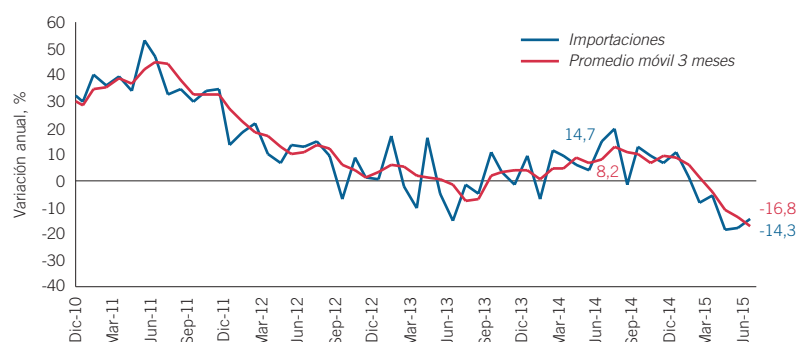
* Variación anual de las exportaciones tradicionales y no tradicionales en promedios móviles a tres meses.

Fuente: DANE.

Gráfico 25. Importaciones (Valor FOB)

En junio las importaciones en dólares FOB cayeron un 14,3% respecto al mismo mes de 2014. De igual forma, el promedio móvil para abril-junio registró una disminución del 16,8%, en comparación con el mismo trimestre del año anterior.

La caída de las importaciones en el último mes obedece a una disminución del 42,6% en el grupo de combustibles y productos de industrias extractivas, y a una contracción en la importación de manufacturas del 6,0%.

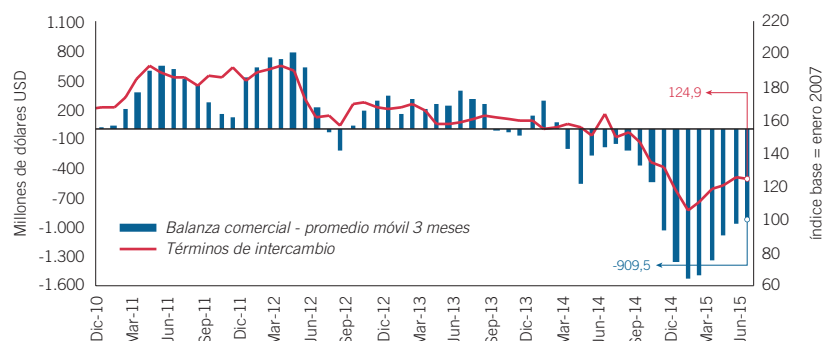


Fuente: DANE.

Gráfico 26. Evolución de la Balanza Comercial

En el trimestre móvil abril - junio el déficit comercial fue de USD 909,5 millones FOB, superior en USD 728,4 millones al registrado un año atrás. No obstante, cabe resaltar que desde enero de 2015 el déficit se ha reducido, en línea con una contracción de -16,8% de las importaciones para el trimestre móvil de referencia.

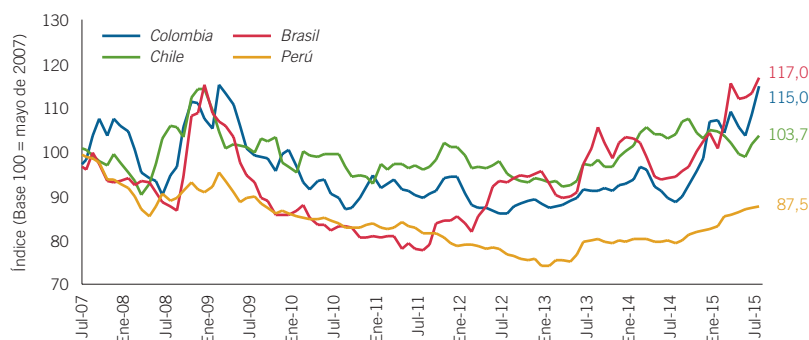
Entre febrero y junio los términos de intercambio presentaron una leve recuperación, sin embargo, en junio cayeron un 23,8% con respecto al mismo mes de 2014.



Fuente: Banco de la República.

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

En lo corrido del año, se ha observado una depreciación de la tasa de cambio real de la mayoría de las principales economías del continente. Con la única excepción de Chile, cuya tasa de cambio real exhibió una revaluación de 1,3%, en Colombia, Perú y Brasil se presentaron aumentos de 7,6%, 5,9% y 12,1% respectivamente.

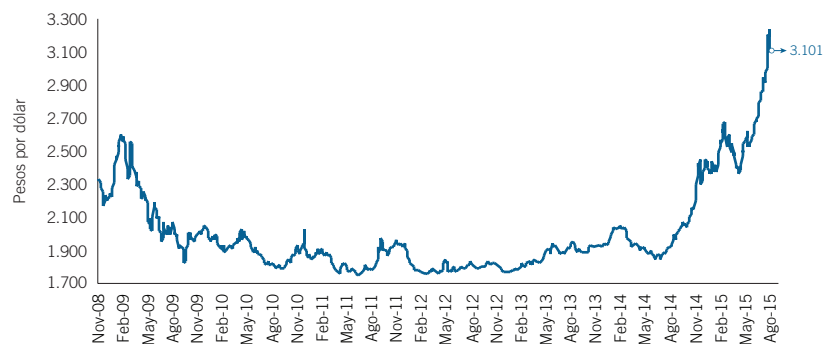


Fuente: Banco de la República, Banco Central de Brasil, Banco de Chile, Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico 28. Comportamiento del tipo de cambio

Desde la segunda mitad de mayo, el tipo de cambio se ha devaluado fuertemente y el 28 de agosto de 2015 alcanzó una tasa de \$3.101,1 pesos por dólar, luego de registrar un máximo histórico de \$3.238,5 dos días antes.

La alta volatilidad en el precio del dólar ha estado asociada a la caída del precio del petróleo, por factores como: el anuncio del pacto nuclear con Irán, el aumento de los inventarios de crudo de Estados Unidos y la desaceleración de la economía china.

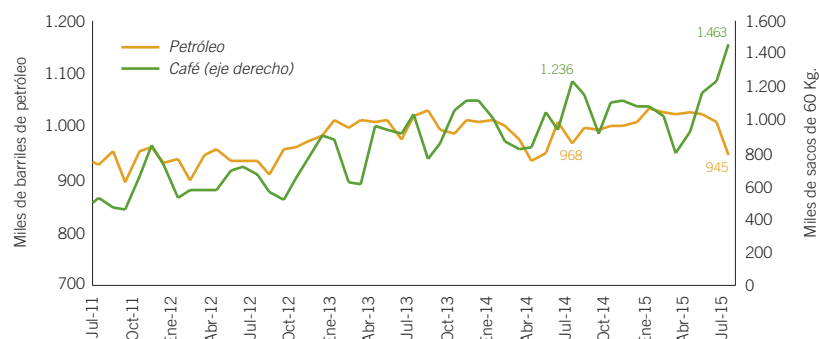


Fuente: Banco de la República.

En julio de 2015, la producción de café aumentó 18,4% con respecto al mismo periodo en el año anterior, completando cuatro meses consecutivos con crecimientos. Este incremento es el resultado de los programas de renovación de cafetales y la mayor productividad de las plantaciones.

Luego de nueve meses consecutivos con producciones de petróleo por encima del millón de barriles por día, en julio la producción se ubicó en 945 mil barriles por día. Esta disminución obedece principalmente a los ataques a la infraestructura petrolera que restringieron las operaciones en los campos Caño Limón- Coveñas y Caño Yaruma.

Gráfico 29. Producción de café y petróleo



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

CALENDARIO ECONÓMICO

Septiembre 2015*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes	Sábado
	1	2	3	4 Tasa de desempleo Estados Unidos Exportaciones Índice de Precios del Productor IPP	5 Índice de Precios al Consumidor IPC
7	8	9	10	11 Producto Interno Bruto Indicador de Seguimiento de la Economía ISE	12
14	15 Encuesta Mensual Manufacturera Encuesta Mensual de Comercio al por Menor Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo	16 Reunión Reserva Federal EE.UU.	17 Reunión Reserva Federal EE.UU.	18 Importaciones Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo	19
21 Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo	22	23	24	25 Reunión Junta Directiva del Banco de la República	26
28	29	30 Indicadores de Mercado Laboral Estadísticas de Cemento Gris			

* La fecha de publicación de las encuestas de opinión de Fedesarrollo están sujetas a cambios.
Fuente: DANE, Bloomberg y EuroStat.

Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2015

Incluye:

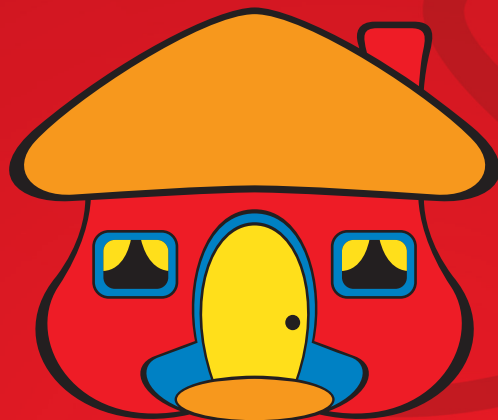
- ☐ Cuatro ediciones al año
- ☐ Servicio de Acompañamiento Macroeconómico
- ☐ Envío mensual de la Encuesta de Opinión Financiera
- ☐ Envío mensual de los Boletines de Encuesta de Opinión al Consumidor y Encuesta de Opinión Empresarial
- ☐ Envío virtual de la publicación mensual Tendencia Económica
- ☐ 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
