



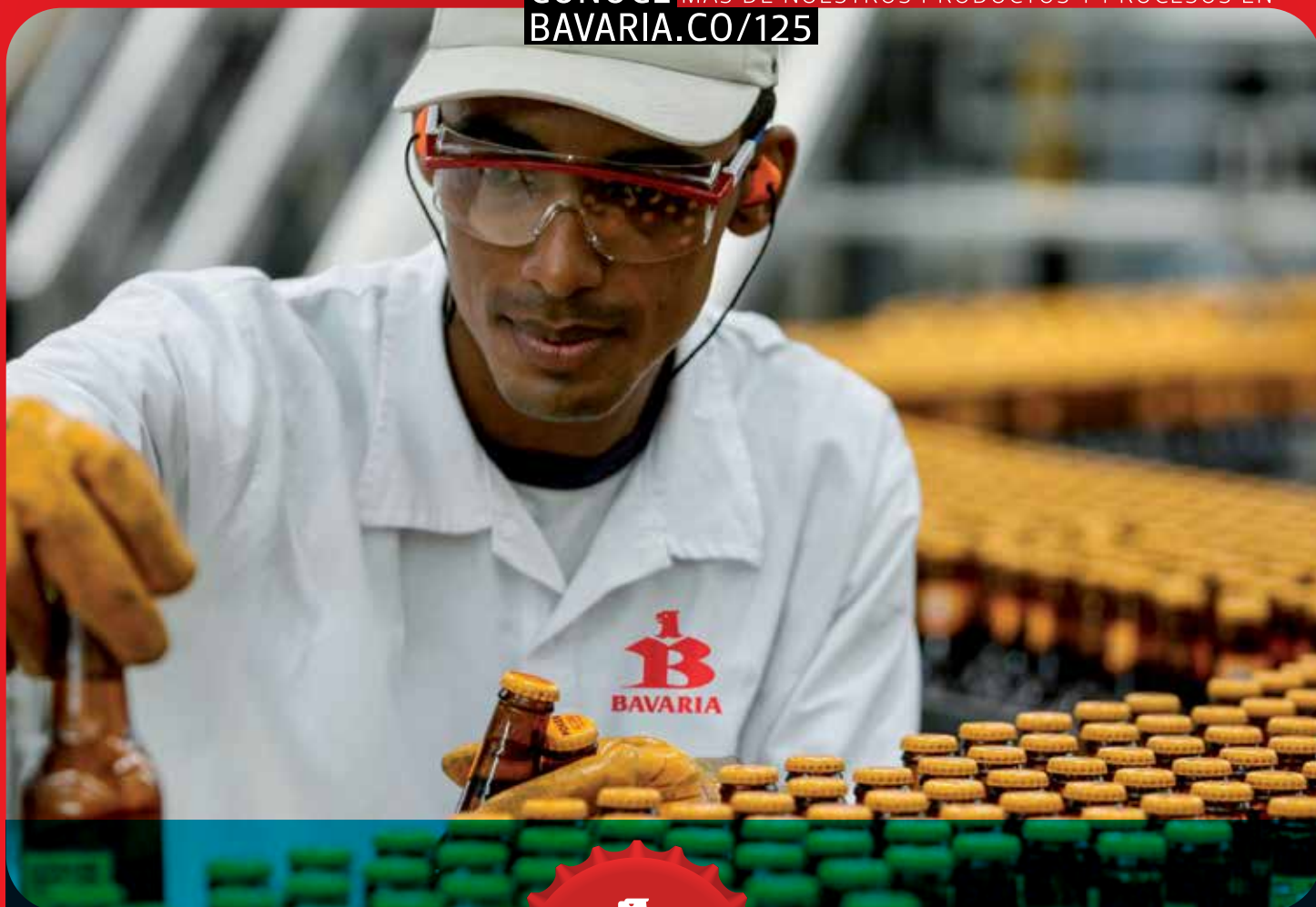
Prospectiva Económica

Noviembre 2014

CELEBRAMOS 125 AÑOS

COMPARTIENDO CON LOS COLOMBIANOS
PRODUCTOS DE CALIDAD,
GRACIAS A NUESTROS PROCESOS
DE PRODUCCIÓN RECONOCIDOS
MUNDIALMENTE.


CONOCE MÁS DE NUESTROS PRODUCTOS Y PROCESOS EN
BAVARIA.CO/125



COMPARTIENDO
RESPONSABLEMENTE


¡MAMÁ SABE QUE QUAKER ES AVENA DE VERDAD, VERDAD!

PORQUE:

 Es excelente fuente de fibra ✓

Ayuda a mejorar la digestión ✓

0% Colesterol ✓

 Ayuda a cuidar tu corazón* ✓

Sin azúcar** ✓



Nutrición para la vida



* El desarrollo de las enfermedades cardiovasculares depende de diversos factores. Las dietas bajas en grasa saturada y colesterol y la práctica de un estilo de vida saludable pueden reducir el riesgo de esta enfermedad.

** Aplica para la presentación de Avena Quaker en hojuelas.

• ESTADOS UNIDOS

• MÉXICO

• BAHAMAS

ISLAS
CAIMÁN • •

• HONDURAS

• GUATEMALA

• EL SALVADOR

• NICARAGUA

• BARBADOS

• COSTA RICA

• PANAMÁ

• COLOMBIA

EL BANCO DE BOGOTÁ LLEVA UNA PARTE DE COLOMBIA AL MUNDO.

Junto a nuestros clientes, hemos construido una historia de 143 años que se ha extendido a 12 países y nos ha convertido en un Banco líder a nivel internacional.

Banco de Bogotá  BAC | CREDOMATIC  NETWORK  Corficolombiana 

 **porvenir**
Solo Hoy y Mañana

 **Banco de Bogotá**
Miami New York Panamá Nassau

 **Fiduciaria Bogotá**  **Almaviva**

 **Casa de Bolsa**
Superintendencia Financiera de Colombia

* Promoción y oferta de los negocios y servicios para la entidad financiera del exterior, representada en Colombia.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Grupo
AVAL

Banco de Bogotá 

PROSPECTIVA ECONÓMICA

DIRECTOR EJECUTIVO

Leonardo Villar

DIRECTOR DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO Y SECTORIAL

José Vicente Romero

EDITORES PROSPECTIVA ECONÓMICA

Leonardo Villar

José Vicente Romero

ANALISTAS ECONÓMICOS

Germán Castaño

Camila Orbegoza

Fabián Osorio

César Pabón

Carlos Alberto Ruíz

Daniela Sanchez

OFICINA COMERCIAL

Tel.: (571) 325 97 77 | Ext.: 340 | 365 | 332
comercial@fedesarrollo.org.co

DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano

Formas Finales Ltda.

mconsuelolozano@hotmail.com

IMPRESIÓN

La Imprenta Editores S.A

Calle 77 No. 27A-39 | 240 20 19

laimprensa@etb.net.co | Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

ISSN: 1692-0341

ISBN: 978-958-58393-3-5



Calle 78 No. 9-91 | Tel: 326 97 77 | Fax: 325 97 80 | A.A.: 75074

<http://www.fedesarrollo.org> | Bogotá D.C., Colombia

Contenido

1 ¿QUÉ HA PASADO EN 2014? Pag 11

1. Introducción

2 ACTIVIDAD PRODUCTIVA Pag 15

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

1.1. Evolución sectorial

1.2. Evolución por componente de gasto

1.3. Percepción de los empresarios y los consumidores

2. Pronósticos

2.1. Estimación de crecimiento para 2014

2.2. Prospectiva 2014-2018

Anexo 1. Detalle del crecimiento del PIB en el primer semestre

3 SECTOR EXTERNO Pag 33

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

1.1. Contexto Internacional

1.2. Balanza de pagos

1.3. Evolución de la tasa de cambio nominal y real

2. Proyecciones balanza de pagos 2014-2018

4 POLITICA FISCAL Pag 51

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

1.1. Balance de la regla Fiscal y el Marcos Fiscal de Mediano Plazo

1.2. Balance fiscal 2013 y perspectivas 2014

1.3. Recaudo Tributario en el primer semestre de 2014

2. Proyecciones

2.1. Presupuesto 2015: lo urgente

2.2. Proyecciones Mediano Plazo: lo importante

5 POLITICA MONETARIA Y VARIABLES FINANCIERAS Pag 59

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

1.1. Tasas de interés

1.2. Inflación

1.3. Agregados monetarios

1.4. Cartera de créditos

1.5. Vulnerabilidad financiera

1.6. Bolsa de valores

2. Proyecciones

2.1. Escenario base

2.2. Escenario alto

2.3. Escenario bajo

6 ECONOMÍA REGIONAL Pag 73

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

1.1. Resultados 2013

1.2. Mercado laboral

1.3. Actividad productiva, comercio exterior y sistema financiero

1.4. Indicadores fiscales

2. Proyecciones

7 RESUMEN DE PRONÓSTICOS Pag 97



**Banco
Caja Social**

Más banco. Más amigo.

Ahorrando, **AHORRANDO** *se va llegando.*

Pregunte por nuestras cuentas de ahorro. Tenemos la que más le conviene.

octubre 2014

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA | Banco Caja Social

Fogafín
Seguridad para tu dinero

Producto protegido por
el Seguro de Depósitos
www.fogafin.gov.co



bancocajasocial.com

 facebook.com/BancoCajaSocial

 [@BcoCajaSocial](https://twitter.com/BcoCajaSocial)



Línea Amiga

307 70 60 en Bogotá

01 8000 910038 en otras ciudades.

CARTA DE LOS EDITORES

Estimado suscriptor:

En 2014 se estima que la economía colombiana haya crecido entre 4,4% y 5,1%, presentando así una de las mejores tasas de expansión esperadas del PIB entre los países emergentes. Aunque sin duda este es un importante resultado por sí mismo, y evidencia el buen momento por el cual pasa el país, vale la pena destacar que la coyuntura internacional reciente y la dinámica de los precios de las materias primas han generado preocupaciones sobre el impacto que esto podría llegar a tener sobre los países de la región. Adicionalmente, varios elementos dentro de la coyuntura económica local van a jugar un rol determinante en el desempeño económico del país y por lo tanto deben ser estudiados con la mayor rigurosidad. Dentro de ellos es importante resaltar las discusiones tributarias, las necesidades fiscales del cuatrienio, las perspectivas del sector petrolero, la dinámica del sector industrial y la evolución de las inversiones en infraestructura.

En este contexto, Prospectiva Económica consigna de manera clara y completa, la evolución y las proyecciones de las principales variables económicas del país, siendo así una herramienta central para los ejercicios de análisis y planeación estratégica de sus suscriptores, bien sea desde el ámbito de decisiones corporativas o desde una perspectiva de políticas públicas.

En este número encontrará un análisis detallado del sector productivo, el sector externo, el balance fiscal y las variables monetarias y financieras bajo diferentes escenarios macroeconómicos, permitiendo una mejor evaluación de las oportunidades y riesgos presentes en la economía colombiana. Adicionalmente, se reúnen las proyecciones de crecimiento regional y departamental, brindando un enfoque único dentro de los análisis económicos del país.

La publicación que usted tiene en sus manos viene acompañada de un servicio de asesoramiento económico, que consiste en atención personalizada de manera telefónica y presencial, sobre todas las publicaciones de coyuntura macroeconómica producidas en Fedesarrollo, creando un paquete de servicios integral para nuestros suscriptores.

Leonardo Villar
Director Ejecutivo



El Fondo de Pensiones y Cesantías

#1
del país,
en número de afiliados
y valor del fondo.*

VIGILADO
SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA 2013098587-002-000

*Fuente: Superintendencia Financiera de Colombia, información a 30 de junio de 2014.

Filial de **Grupo AVAL**

Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S.A.
Gerencia de Mercado septiembre /14/ V.I.D.



Coosaludepss

www.coosalud.com / 01 8000 515611
Linea Amiga
Atención Nacional

COOSALUD_{EPS-S}

En POSS de tu bienestar



Trabajamos por el bienestar de:



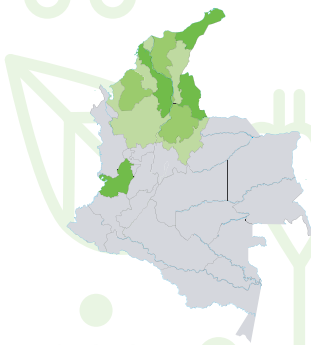
1'600.000
Afiliados

700

Colaboradores



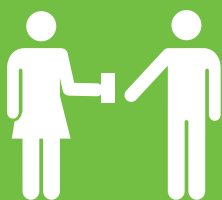
7.000
Asociados a
la Cooperativa



Estamos presente en
12 Departamentos y
181 Municipios

VIGILADO Supersalud
Res. 0254

MEJOR LUGAR PARA
TRABAJAR



MEJOR MODELO
SOLIDARIO

UNA EMPRESA
SALUDABLE



UNA EMPRESA
CREADORA
DE VALOR



PREPÁRATE A OTRO NIVEL



UNIVERSIDAD
ICESI

MAESTRÍA EN ECONOMÍA

SNIES No. 53761

“Investigación aplicada para construir
un **mejor** futuro”

La Maestría en Economía de la Universidad Icesi es un programa de estudios avanzados en economía, con altos estándares internacionales, que ofrece formación en los campos de frontera del conocimiento, los cuales son intensivos en métodos cuantitativos sofisticados.

- ✓ Maestría orientada a la investigación.
- ✓ Desarrolla habilidades cuantitativas necesarias para entender la literatura económica especializada.
- ✓ Aplica metodologías para responder preguntas de investigación propias de la economía y disciplinas afines.
- ✓ Desarrolla capacidades para formular, analizar y solucionar problemas económicos.
- ✓ Ambiente académico único con grupos pequeños (menos de 12 estudiantes) y profesores con doctorado en universidades de Estados Unidos y Europa.
- ✓ Ofrece la posibilidad de participar en grupos de investigación desde el primer semestre.
- ✓ Posibilidad de realizar intercambio internacional por semestre.

- ✓ La Facultad de Ciencias Administrativas y Económicas de la Universidad Icesi, cuenta con la acreditación de AACSB, Association to Advance Collegiate Schools of Business, institución internacional sin ánimo de lucro, encargada de certificar la calidad académica de las facultades de negocios alrededor del mundo, un distintivo de excelencia en la educación en administración y negocios que solo tienen 16 Universidades en Latinoamérica y dos en Colombia (Universidad de Los Andes y Universidad Icesi).



Programas de becas

Se ofrecen dos modalidades de becas: asistentes de docencia o asistente de investigación. En ambos casos la beca incluye el 100% de la matrícula académica y una remuneración de 1.5 salarios mínimos mensuales.



Facultad de Ciencias Administrativas y Económicas
Teléfono: 555 2334, ext. 8247 - 8426 - 8221 - 8014
E-mail: info-maestrias@icesi.edu.co
www.icesi.edu.co/maestrias/economia



ACREDITACIÓN INSTITUCIONAL
DE ALTA CALIDAD

¿QUÉ HA PASADO EN 2014?

1. Introducción

De acuerdo con las últimas proyecciones de analistas y organismos internacionales, las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial para 2014 se han ido perfilando hacia un escenario más débil al inicialmente esperado. En efecto, los datos observados de crecimiento para el primer semestre del año han cuestionado el ritmo al que estarían creciendo las economías avanzadas y han reiterado el debilitamiento en el mundo emergente. Según el Fondo Monetario Internacional (FMI), el crecimiento para 2014 sería del orden del 3,3%, y estaría representado por un crecimiento del 1,8% en las economías avanzadas y de 4,4% en las emergentes.

Por su parte, el comportamiento reciente de los precios de las materias primas ha generado, entre analistas y académicos, preocupaciones sobre el impacto que dicha dinámica podría tener en las economías emergentes exportadoras de ese tipo de productos. De hecho, tras una década de aumentos sin precedentes en los precios de muchos bienes básicos, la caída ha sido sustancial desde el pico al que se llegó en el año 2011. Entre septiembre de ese año y el mismo mes de 2014, la reducción en los precios en dólares de productos básicos del sector de energía fue de 7%, la de productos agrícolas de 19%, la de metales preciosos de 22% y la de otros minerales de 35%. Así, y dada la alta dependencia en exportaciones de materias primas en la región, se anticipa que Latinoamérica se vea afectada, de manera negativa, durante el 2014 y el 2015. En el mes de octubre, además, la caída se pronunció de manera notoria en el caso del precio del petróleo, lo cual puede tener implicaciones importantes para economías como la colombiana, que tienen una

dependencia grande de la renta petrolera en sus cuentas fiscales y externas.

En este difícil contexto internacional, la economía colombiana ha registrado un desempeño favorable en lo corrido del año. De hecho, el crecimiento del PIB en la primera mitad de 2014 se ubicó en 5,4%, lo cual sugiere una importante aceleración del orden de 1,7 puntos porcentuales frente a lo ocurrido un año atrás, ubicándose además como el más alto de América Latina y uno de los mayores en todo el mundo. No obstante, durante el primer semestre del presente año, la dinámica de crecimiento de la economía colombiana fue heterogénea. Mientras el primer trimestre exhibió una extraordinaria expansión de 6,5%, el segundo trimestre registró una ligera suavización, al alcanzar un ritmo de crecimiento de 4,3%. De igual manera, el comportamiento sectorial no ha sido homogéneo, siendo la construcción de obras civiles una de las principales locomotoras de la economía nacional, mientras que el sector de minería y petróleo se desaceleró notablemente. Por su parte, la industria todavía mantiene un dinamismo muy por debajo del promedio de la economía y se ubica como la actividad de peor desempeño.

Al analizar el PIB por el lado de la demanda, se observa una extraordinaria aceleración del componente de inversión frente al año anterior, en especial en lo referente al sector público. De hecho, este rubro se aceleró en más de 18 puntos porcentuales en el último año, permitiendo a la economía continuar alcanzando máximos históricos en su tasa de inversión (ligera por encima del 30% del PIB). Por su parte, el comercio exterior exhibió un comportamiento disímil para el primer semestre de 2014. Mientras las importaciones

reales presentaron un crecimiento anual de 11,9% (8,9 pps por encima del crecimiento exhibido un año atrás), las exportaciones reales presentaron un declive de 3,5% (9,8 pps por debajo del crecimiento ocurrido el año anterior).

Con respecto a la inflación, el índice de precios al consumidor ha venido presentando una aceleración respecto al año pasado, producto del mayor dinamismo de la economía junto con el comportamiento de la tasa de cambio y choques en los precios de los alimentos y regulados. Si bien la probabilidad de incumplimiento de la meta de inflación del Banco Central es virtualmente nula, es de esperar que a fin de año ésta se ubique cómodamente en la parte superior del rango fijado por la autoridad monetaria (2-4%). De esta manera, y después de haber mantenido la tasa de interés de intervención en 3,25% por más de un año, el Banco de la República inició, en su reunión de abril, un proceso de incremento de 25 puntos básicos mensuales hasta llegar a 4,50% en agosto. La Junta tomó esta decisión al considerar

la dinámica positiva de la economía en la mayoría de los sectores y el hecho que la tasa de interés real estaba por debajo de su nivel neutral.

En el frente fiscal, quizá uno de los elementos más complejos dentro del análisis de coyuntura de 2014, el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) y el Presupuesto General de la Nación (PGN) mostraron la necesidad del gobierno de realizar un esfuerzo tributario adicional para poder cumplir con los objetivos planteados tanto en materia de gasto e inversión junto al cumplimiento de la regla fiscal durante 2015. En este sentido, el gobierno planteó durante el último trimestre una reforma tributaria que permitiera cubrir los objetivos presupuestales del 2015 y a su vez, seguir con los lineamientos planteados en la regla fiscal. No obstante, la posibilidad de un ambiente externo menos favorable para los precios del petróleo, junto con necesidades adicionales de inversión social para el cuatrienio, señalan la necesidad de un ajuste fiscal adicional en el futuro.



INFRAESTRUCTURA DE TRANSPORTE | ESTIMACIÓN DE DEMANDA
TRANSPORTE PÚBLICO | ASOCIACIONES PÚBLICO / PRIVADAS
ANÁLISIS SECTORIALES | CONCESIONES



link-c
CONSULTORES

www.link-c.co

info@link-c.co • Tel. +(57-1) 646 7495
Dir. World Trade Center Calle 100 No. 8A - 55 Torre C Piso 10 Of. 1005
Bogotá, Colombia

Posgrados y Educación Continua

ESPECIALIZACIONES

Intervenciones Psicosociales para la Reducción del Consumo de Sustancias Psicoactivas (SPA)

Registro Snies 103373

Finanzas

Registro Snies 8602

Edumática

Código Snies 53235

Pedagogía y Desarrollo Humano

Código Snies 4784

Gerencia de la Comunicación Corporativa

Código Snies 102576

Arquitectura y Urbanismo Bioclimático

Código Snies 102642

Gestión de Proyectos de Diseño e Innovación

Código Snies 102787

Psicología Clínica

Énfasis en Psicoterapia con Niños y Adolescentes

Código Snies 103069



Universidad
CATÓLICA
de Pereira

INSCRIPCIONES ABIERTAS

Síguenos en:



www.ucp.edu.co

MAESTRÍAS

Pedagogía y Desarrollo Humano

Código Snies 101692

Gestión del Desarrollo Regional

Registro Snies 90666



DIPLOMADOS EN

- Pastoral juvenil
- Competencias laborales y su aplicabilidad en procesos de gestión humana en las organizaciones.
- Normas internacionales de contabilidad y estándares de información financiera – NIIF
- Sistema integrado de gestión HSEQ y Norma BASC
- Ordenamiento territorial local
- Teología
- Filosofía

Av. de Las Américas No. 49-95
PBX (57) (6) 312 4000 Ext. 2012 Tel. 3126553
e.mail: mercadeo.posgrados@ucp.edu.co
mercadeoeducacioncontinua@ucp.edu.co
Pereira - Risaralda - Colombia

ACTIVIDAD PRODUCTIVA

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

El crecimiento de la economía colombiana en la primera mitad de 2014 se ubicó en 5,4%, lo cual sugiere una aceleración del orden de 1,7 puntos porcentuales frente a lo ocurrido hace un año, ubicándose incluso por encima del potencial de la economía (4,4-5%). No obstante, durante el primer semestre del presente año, la dinámica de crecimiento de la economía colombiana fue disímil. Mientras el primer trimestre exhibió una saludable expansión de 6,5%, superando con creces las expectativas de los analistas del mercado, el segundo trimestre registró una ligera suavización, al alcanzar un ritmo de crecimiento de 4,3%. Por su parte, en términos relativos, el crecimiento de Colombia para los primeros seis meses fue el más alto de América Latina y uno de los mayores en todo el mundo.

En línea con lo ocurrido el año pasado, el balance del mercado laboral en lo corrido de 2014 ha sido positivo. De hecho, la evolución favorable de la tasa de desempleo se evidencia en casi dos años consecutivos en los cuales esta variable no ha tenido incrementos positivos interanuales.

Para analizar con un mayor detalle la evolución de los principales indicadores del sector real, esta sección se divide en tres partes. En la primera se resume el comportamiento del PIB por el lado de la oferta, en la segunda por el lado de la demanda y en la tercera analiza el comportamiento de las expectativas de los agentes de la economía.

1.1. Evolución sectorial¹

Para esta oportunidad, cabe señalar que, si bien todas las ramas de economía exhibieron variaciones positivas durante el primer semestre frente a lo registrado el año anterior, su comportamiento no fue sectorialmente homogéneo. En particular, se destaca la construcción como una de las principales locomotoras de la economía nacional, siendo impulsada por el mayor desembolso real para las inversiones. De hecho, la construcción creció más del doble que el resto de la economía, impulsado por el vigoroso aumento de más del 20% del subsector de obras civiles durante el primer semestre de 2014. De igual forma, el sector de servicios sociales exhibió el mayor crecimiento de la última década durante los primeros seis meses del año (6,1%), amparado en el importante incremento en el gasto de administración pública, defensa, seguridad social y educación pública.

Contrario a lo anterior, el sector agrícola exhibe una importante pérdida de protagonismo, al pasar de crecer 5,3% en el primer semestre de 2013 a 3,9% en su homólogo del presente año, explicado por la ralentización en la producción del café. Al interior del sector de la construcción, pese a su buen desempeño global, se destaca que el subsector de edificaciones se desaceleró de manera notable, pasando de crecer 9,9% en el primer semestre de 2013 a 4,4% en el mismo semestre de 2014. Del mismo modo, si bien la minería -incluido el subsector de hidrocarburos- presentó un crecimiento del orden de 1,7%, su desempeño es el más bajo del último lustro, como

¹ Para conocer en detalle el comportamiento sectorial remitirse al anexo 1 del presente capítulo.

consecuencia de las huelgas y choques de oferta. Por su parte, el sector con peor desempeño fue la industria, que todavía mantiene un dinamismo muy por debajo del promedio de la economía, afectado principalmente por el cierre de la refinería de Cartagena desde marzo del presente año (Gráfico 1).

1.2. Evolución por componente de gasto²

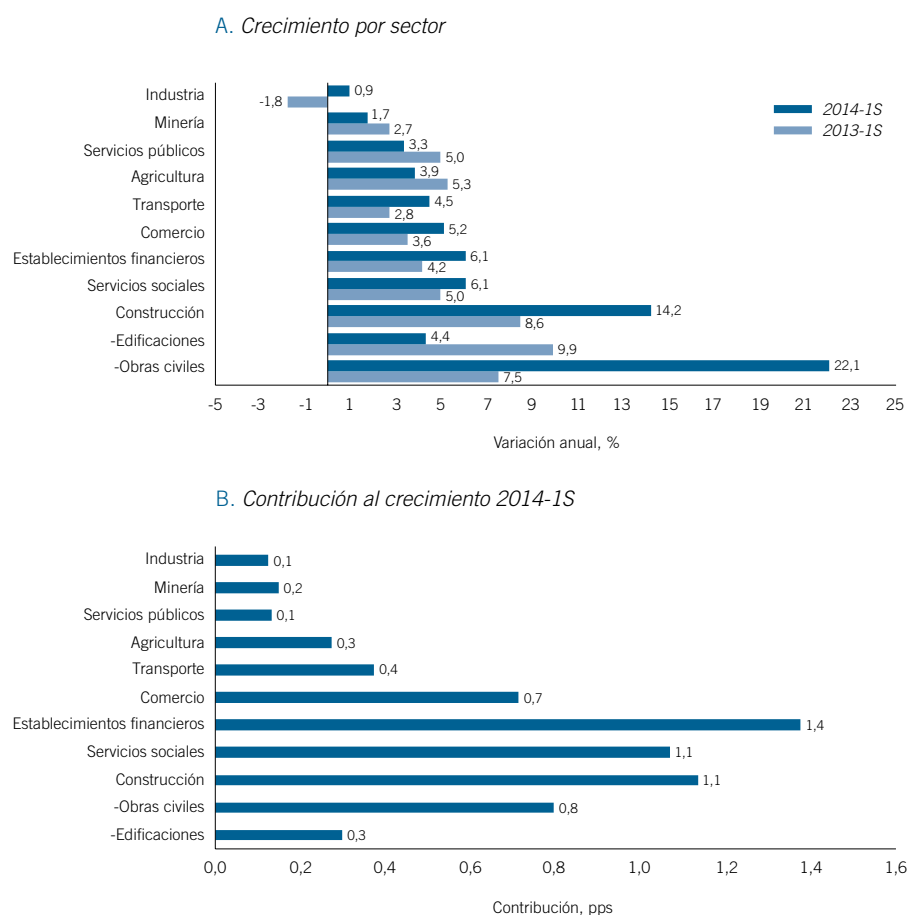
Al analizar el PIB por el lado de la demanda, se observa una extraordinaria aceleración del componente de inversión frente al año anterior, en especial en lo referente al sector público. De hecho, este rubro se aceleró en más de 18 puntos porcentuales en el último año, permitiendo a la economía continuar alcanzando máximos históricos en su tasa de inversión (ligeramente por encima del 30% del PIB). De igual forma, el consumo total de la economía presentó un importante dinamismo asociado en alto grado con el buen desempeño del sector público. Mientras el consumo de los hogares exhibió un incremento anual de 5,3%, el consumo del Gobierno se expandió a un nivel superior del 7%.

Por su parte, el comercio exterior exhibió un comportamiento disímil para el primer semestre de 2014. Mientras las importaciones reales presentaron un crecimiento anual de 11,9% (8,9 pps por encima del crecimiento exhibido un año atrás), las exportaciones reales presentaron un declive de 3,5% (9,8 pps por debajo

del crecimiento ocurrido el año anterior). El mal comportamiento de las ventas externas obedeció a la preocupante contracción de las exportaciones no tradicionales, así como a la desaceleración de las exportaciones de combustibles.

Así, al analizar el PIB por componentes de demanda se observa que la absorción, esto es, el gasto interno total en consumo más inversión, creció en 8,3%, y que las variables del sector externo restaron 3,9 pps al crecimiento de la demanda agregada.

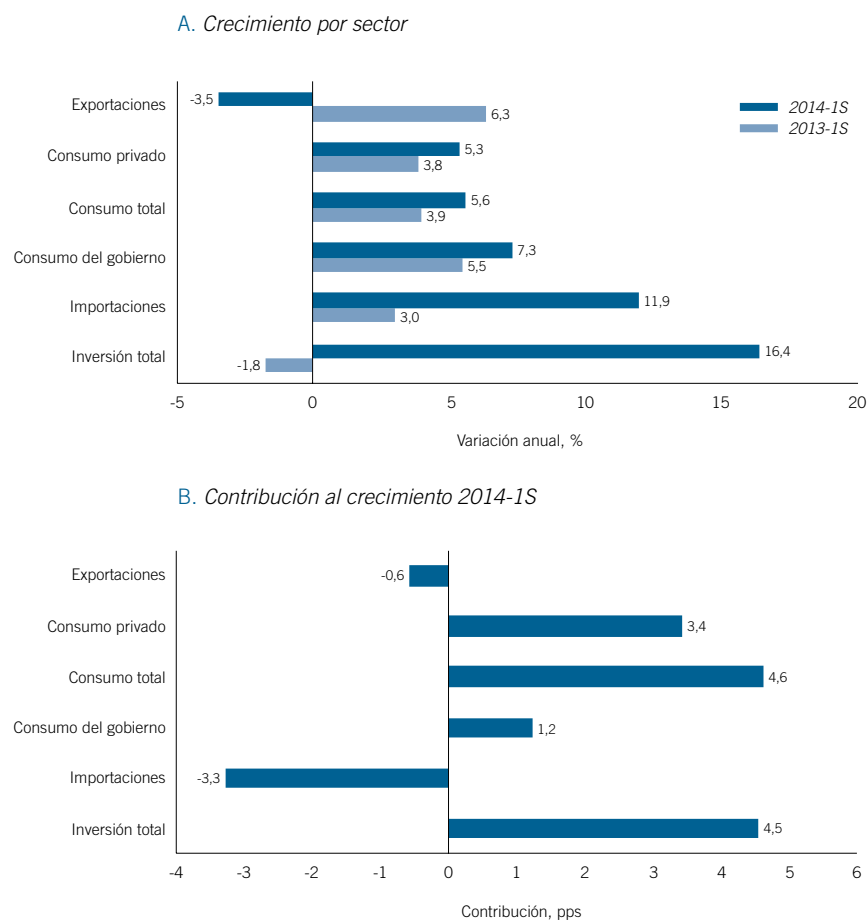
II Gráfico 1. Crecimiento del PIB por sectores de actividad productiva en 2014-1S



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

² Para conocer en detalle el comportamiento sectorial remitirse al anexo 1 del presente capítulo.

II Gráfico 2. Crecimiento del PIB por componentes de gasto



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

1.3. Percepción de los empresarios y los consumidores

Fedesarrollo adelanta mensualmente la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) y la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), con las cuales es posible monitorear la percepción acerca de la situación actual y las expectativas económicas tanto de los consumidores como de los empresarios del sector industrial y comercial del país.

1.3.1. Consumidores

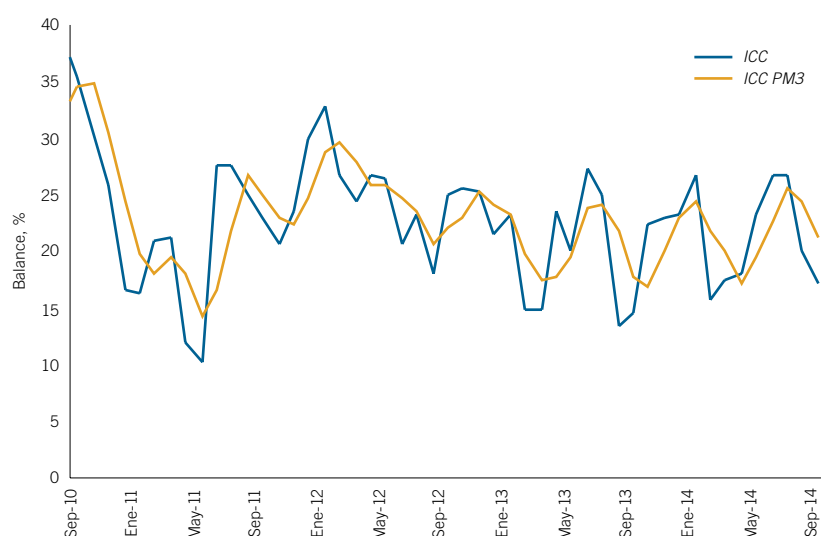
El Índice de Confianza del Consumidor (ICC)³ refleja tanto las expectativas de los hogares a un año vista como la percepción de su situación actual, para lo cual tiene dos componentes: el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) y el Índice de Condiciones Económicas (ICE). Es importante resaltar que el ICC ha demostrado ser un buen predictor del comportamiento del consumo final de los hogares. En efecto, desde septiembre de 2004, la correlación entre su promedio móvil de tres meses (PM3) y la variación anual real del consumo final de los hogares reportado por el DANE ha sido de 0,85.

De acuerdo con la información suministrada por la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) para los primeros seis meses del año, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) presentó una sorpresa negativa en febrero, la cual

rompió la tendencia ascendente que venía presentándose desde agosto de 2013. Sin embargo, desde el tercer mes del año, la confianza de los consumidores mostró signos de recuperación, impulsado principalmente por el sustancial aumento en el indicador de expectativas. En agosto y septiembre, si bien el indicador presentó una importante reducción frente al dato del mes de julio, el indicador agregado continuó estando por encima de nivel registrado en agosto y septiembre del año anterior (Gráfico 3).

³ El ICC se calcula promediando los balances de cinco preguntas de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC); el balance es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron de manera positiva y quienes lo hicieron de manera negativa.

■ Gráfico 3. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



Nota: PM3 (Promedio móvil tres meses).

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

Adicionalmente, la EOC pregunta mes a mes a sus encuestados por la disposición a comprar vehículos, vivienda, muebles o electrodomésticos. En este contexto, la disposición a comprar bienes muebles y electrodomésticos se mantuvo en niveles altos en el primer semestre del año, que se mantuvo en el tercer trimestre, pese a una ligera reducción en septiembre. Por su parte, la disposición para adquirir vivienda registró incrementos continuos durante lo corrido del año, que solo se interrumpieron con una ligera caída en septiembre. Vale la pena anotar, que el resultado de la disposición a comprar vivienda en la serie en promedio móvil sigue estando por encima del promedio del último año.

1.3.2. Comerciantes

El Índice de Confianza Comercial (ICCO) recoge la percepción de los empresarios del

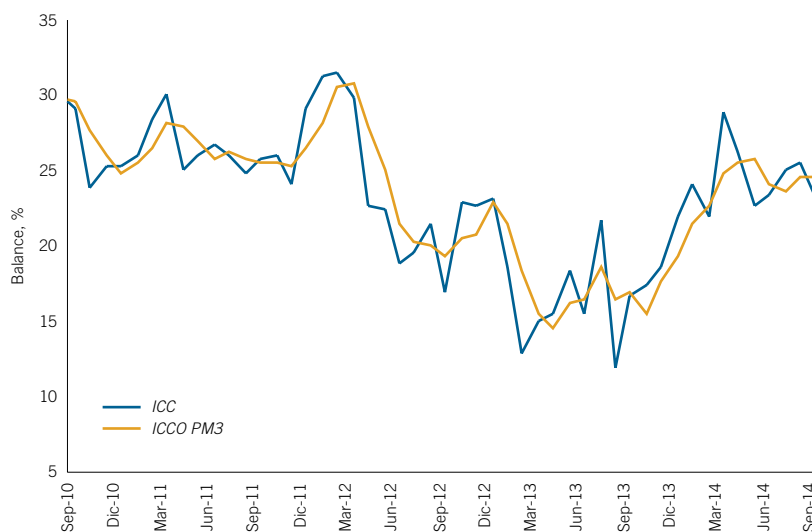
sector comercio frente a la situación actual de su empresa, el nivel de existencias y las expectativas del negocio para los próximos seis meses.

Desde el comienzo de 2014, y en línea con el buen dinamismo de la economía colombiana, la confianza de los comerciantes acentuó la senda creciente que exhibía desde septiembre de 2013. Aunque para septiembre, este indicador evidenció un ligero deterioro frente a agosto, aún se mantiene por encima de sus homólogos de 2013 y 2012 (Gráfico 4).

En la más reciente medición, la dinámica del ICCO encuentra explicación en un sobresaliente incremento tanto en el indicador de la situación económica actual de

la empresa, como en el de las expectativas para el próximo semestre. Valga la pena aclarar que el ICCO ha anticipado acertadamente el comportamiento del Índice de Comercio

■ Gráfico 4. Índice de Confianza Comercial (ICCO)



Nota: PM3 (Promedio móvil tres meses).

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial - Fedesarrollo.

al por Menor sin Combustibles del DANE y desde principios del año 2003 la correlación entre ambos es de 0,7.

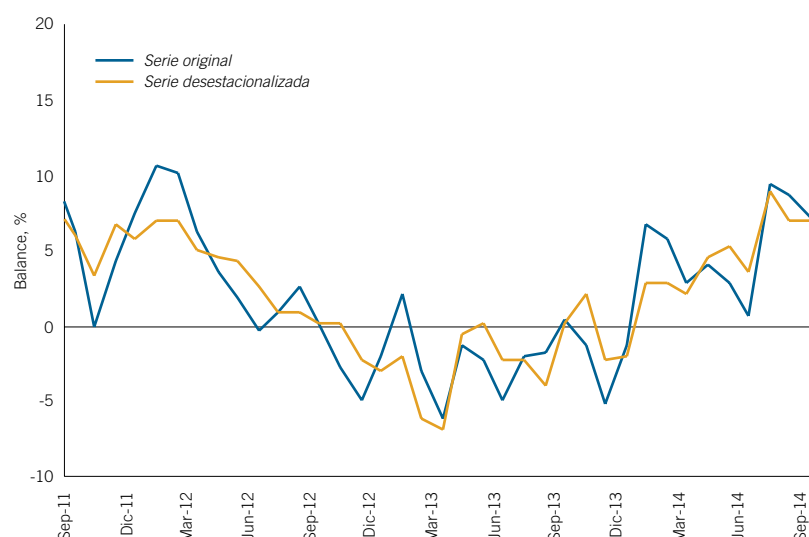
1.3.3. Industriales

El Índice de confianza Industrial (ICI) se construye a partir de los balances de tres preguntas que salen a campo mensualmente en la EOE, estas son: i) el volumen actual de pedidos por atender, ii) el nivel de existencias y iii) las expectativas de producción para los siguientes tres meses.

De acuerdo a la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), la confianza industrial en los primeros nueve meses del año ha permanecido en terreno positivo, tras registrar sistemáticamente balances negativos entre octubre de 2012 y diciembre de 2013. De hecho, aunque en septiembre el Índice de Confianza Industrial (ICI) se deteriora frente a agosto del mismo año, este registro es superior a los observados en sus pares de los tres últimos años. Vale decir que el ICI tradicionalmente ha anticipado adecuadamente la evolución de la producción industrial sin trilla de café que publica el DANE, tal que desde 2004 existe un coeficiente de correlación de 0.86 entre estos dos indicadores (Gráfico 5).

Según la EOE dirigida a los empresarios del sector industria, tras tres trimestres consecutivos de avances en la percepción de las condiciones económicas para la inversión en la industria, en el tercer trimestre de 2014 se registró un leve deterioro en este indicador. Por su parte, el balance sobre la favorabilidad de las condiciones sociopolíticas para la inversión en la industria se mantiene en terreno negativo, aunque ha venido aumentando paulatinamente en los últimos dos trimestres, consolidándose en un nivel muy superior al exhibido en 2013.

■ Gráfico 5. Índice de Confianza Industrial (ICI)



Nota: Desestacionalización usando el método TRAMO-SEATS del programa Demetra.
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

2. Proyecciones

2.1. Estimación de crecimiento para 2014

La meta puntual de crecimiento para el año 2014 es de 4,7%, cifra inferior al consenso esperado por los analistas (5,0%). El ajuste en el pronóstico en 40 pbs con respecto a la edición anterior de prospectiva económica obedece a la fortaleza en el comportamiento de los sectores de obras civiles y servicios sociales en el segundo trimestre, pero aun recoge nuestra expectativa de una moderación en la actividad económica durante la segunda mitad de 2014.

En cuanto al desempeño sectorial, se espera que las ramas productivas más dinámicas durante 2014 sean construcción, establecimientos financieros y servicios sociales (Cuadro 1A). En el caso de construcción se espera un comportamiento disímil, con un elevado crecimiento del subsector de obras civiles y uno mucho más moderado por parte de edificaciones. Lo anterior consolidaría el crecimiento

del sector como un todo en un 9,8%, que si bien configura una desaceleración con respecto al 2013, sigue estando muy por encima de su desempeño histórico promedio. Por su parte, el sólido crecimiento de la cartera de crédito, así como el saludable ritmo de expansión de los servicios a las empresas contribuirían a mantener el sector de establecimientos financieros creciendo a niveles del 5,4%. En cuanto al sector de servicios sociales, éste será liderado por el subsector de administración pública y defensa.

En contraste, el sector de menor dinamismo continuaría siendo la industria, la cual a pesar de cerrar en terreno positivo en 2014, completaría tres años como el sector más débil en términos de crecimiento. Durante 2014, el comportamiento de este sector se debe, principalmente, a la parálisis de la refinería de Cartagena a comienzos de 2014 para ampliar

la capacidad y la calidad de los bienes producidos. Por otra parte, la caída en el ritmo de producción de petróleo contribuiría a que el sector minero - energético sea uno de las ramas con una menor dinámica en 2014. El resto de ramas de actividad, aunque presentan comportamientos disímiles, crecerían en promedio muy por encima de lo observado en los últimos dos años.

Por el lado de la demanda, se espera que el crecimiento esté liderado por el sector público, en el cual el consumo del gobierno se expandiría a tasas de 5,7%, mientras la inversión pública haría lo propio a ritmos del 12,4%. Por su parte, el consumo privado crecería a ritmos similares al conjunto de la actividad económica, mientras que la inversión privada aumentaría en 6,7%. En cuanto al sector externo, en Fedesarrollo esperamos un débil crecimiento de las exportaciones reales, en contraste con un sólido crecimiento de las importaciones reales (Cuadro 1B).

II Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento sectorial (2014)

A. Sectores productivos	Crecimiento (%)
Agropecuaria	3,5
Minería	2,2
Construcción	9,8
Edificaciones	4,1
Obras civiles	14,5
Servicios públicos	3,7
Industria	1,2
Establecimientos financieros	5,4
Comercio	4,9
Transporte y comunicaciones	4,2
Servicios sociales	5,1
Impuestos	6,0
Total PIB	4,7
B. Componentes de demanda	Crecimiento (%)
Consumo privado	4,8
Consumo público	5,7
Inversión pública	12,4
Inversión privada	6,7
Exportaciones	0,4
Importaciones	8,9
Total PIB	4,7

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

2.2. Prospectiva 2014-2018

2.2.1. Supuestos

Las estimaciones de crecimiento en los distintos escenarios (base, alto y bajo) se amparan en supuestos sobre los principales indicadores macroeconómicos locales, los niveles de producción y precios de los productos básicos (*commodities*) y el desempeño económico de los principales socios comerciales. Para ello, se toman en consideración varios elementos como la dispersión en los pronósticos de distintas entidades a nivel mundial, el comportamiento histórico de cada serie, su potencial estadístico de variación y las simulaciones internas de Fedesarrollo soportadas en otros modelos.

El principal cambio en los supuestos con respecto a la edición anterior de prospectiva económica se presentó en la trayectoria de los precios del crudo, la cual se revisó fuertemente a la baja como consecuencia de un debilitamiento de

II Cuadro 2. Supuestos del modelo de equilibrio general computable

		Unidad/ año	Escenarios	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Variables macro									
Tasa de cambio (Pesos/US\$)	Promedio anual	Alto			1.955	1.977	1.996	1.913	1.906
		Base	1.869	1.970	2.062	2.135	2.154	2.222	
		Bajo		1.988	2.148	2.296	2.395	2.514	
Producción y precios									
Producción de Café	Miles de sacos 60Kg	Alto			12.250	13.124	14.234	15.000	15.988
		Base	10.886	11.598	11.872	12.500	13.323	14.201	
		Bajo		10.790	10.250	10.700	11.050	11.778	
Precio externo Café	USD/libra	Alto			2,1	2,0	2,1	2,2	2,1
		Base	1,5	1,8	1,7	1,7	1,6	1,5	
		Bajo		1,7	1,4	1,3	1,0	0,9	
Producción de Petróleo	Miles de bpd	Alto			997	1.049	1.112	1.167	1.203
		Base	1006	991	1.029	1.071	1.118	1.152	
		Bajo		987	922	913	906	897	
Precios del petróleo WTI	USD/barril	Alto			98	95	96	97	96
		Base	97	96	86	84	82	81	
		Bajo		93	70	68	67	66	
Producción de carbón	Millones de toneladas	Alto			97	108	113	118	118
		Base	86	94	99	105	109	109	
		Bajo		88	89	98	100	100	
Precio de carbón	USD/tonelada	Alto			77	82	89	91	91
		Base	71	70	69	69	68	68	
		Bajo		66	63	61	58	58	
Economía internacional									
Crecimiento mundial FMI	Variación anual (%)	Alto			3,8	4,4	4,6	4,8	4,8
		Base	3,0	3,3	3,8	3,8	3,9	3,9	
		Bajo		3,0	3,2	2,9	3,0	3,0	
Crecimiento externo relevante para Colombia	Variación anual (%)	Alto			2,9	3,1	3,1	3,2	3,3
		Base	2,5	2,8	3,0	2,9	2,9	3,0	
		Bajo		2,2	2,3	2,0	2,0	2,1	

Fuente: MHCP, Federación Nacional de Cafeteros, UPME, EIA, FMI y cálculos Fedesarrollo.

los acuerdos de producción por parte de los miembros de la OPEP, la perspectiva de un mayor crecimiento de la producción de hidrocarburos no convencionales, especialmente en Estados Unidos, y el mayor potencial de obtención de petróleo en pozos ya existentes gracias a nuevas tecnologías de extracción. Importantes analistas estiman que lo anterior le permitiría a Estados Unidos (principal consumidor de petróleo) llegar a la autosuficiencia energética para 2017. Asimismo, es importante resaltar que en nuestro escenario base se contempla un débil dinamismo de la economía global para los siguientes dos años. En efecto, el pronóstico de crecimiento para la economía global, de acuerdo con datos del FMI, se redujo entre el informe de abril y octubre de 3,6% a 3,3% para el año 2014 y de 3,9% a 3,8% para el 2015. En particular se destaca la fuerte contracción en la previsión de crecimiento para América Latina, la cual pasó de 2,5% a 1,3% para el año 2014 y de 3,0% a 2,2% para 2015. Este comportamiento se explica por fuertes correcciones a la baja en el crecimiento de Brasil, Venezuela y Argentina.

La conjunción de unos menores precios de las materias primas y un cambio en el entorno internacional, con un mundo emergente menos dinámico, conducen a una revisión al alza en las previsiones de tasa de cambio. En efecto, se espera que para los próximos años la trayectoria de la tasa de cambio sea hacia la devaluación y que el promedio del precio de la divisa supere ampliamente los 2.000 pesos en el 2015.

2.2.2. Resultados

De acuerdo con los supuestos anteriormente expuestos, en el escenario base se presentarían tasas de crecimiento entre 4,5% y 4,9% para los próximos cuatro años (Cuadro 3). En este escenario, se destaca el efecto sobre el sector industrial de la refinería de Cartagena, ya que si bien la disminución de la refinación de petróleo para el 2014 restringiría el crecimiento industrial a niveles del 1,2%, para el 2015 se aceleraría fuertemente contribuyendo a que la industria creciera en 3,8%. Sin embargo, este crecimiento sigue estando por debajo del

4% por cuenta de un menor dinamismo de la demanda interna y que el efecto de los mayores niveles de la tasa de cambio no se verán reflejados en el 2015. El sub-sector de obras civiles, por su parte, lideraría el crecimiento para el próximo lustro, previsión atada al desempeño de las obras de infraestructura que tiene proyectado el país. Finalmente, el sector agrícola registraría crecimientos inferiores al 3% anual, volviendo a perder participación en el producto tras los crecimientos atípicos que se observaron, especialmente en café, en los dos últimos años.

En el escenario alto, el PIB crecería en promedio 5,4% anual en el próximo lustro. En este caso, se destaca la expansión del sector minero, que obedecería al descubrimiento de nuevas reservas de petróleo y a la consolidación de tecnología de extracción no convencional en el país. Por su parte, edificaciones y obras civiles mostrarían tasas de crecimiento muy por encima del resto de sectores de la economía. Ahora bien, la posibilidad que la economía experimente un escenario como este en las condiciones que se vislumbran actualmente lucen relativamente menores a las de un escenario bajo.

En efecto, en el actual balance de riesgos, es el escenario bajo el que presenta una mayor posibilidad de ocurrencia. Lo anterior se explica por las perspectivas y la dinámica reciente de los precios del petróleo mencionada anteriormente, que de acuerdo con distintos analistas internacionales, podría perdurar durante el mediano plazo. Asimismo, persiste el riesgo de un retraso en la ejecución de las obras de 4G, lo cual restaría dinamismo al sector de construcción, en particular al correspondiente a obras civiles. De esta manera, si el escenario pesimista se materializa, el crecimiento del producto se mantendría por debajo del potencial en nuestro horizonte de pronóstico. En este escenario, se destaca una marcada desaceleración del sector minero energético.

Por el lado de la demanda, en el escenario base se espera un importante crecimiento de la inversión pública

II Cuadro 3. Estimación de crecimiento del PIB por el lado de la oferta

	Escenarios	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Agropecuario	Alto		3,8	3,2	3,1	2,7	2,5
	Base	5,5	3,5	3,1	2,9	2,4	2,3
	Bajo		3,0	2,3	2,4	2,3	2,2
Minería	Alto		3,1	5,3	8,6	8,0	7,9
	Base	4,9	2,2	4,5	5,7	4,5	4,4
	Bajo		1,9	1,1	1,2	1,0	0,9
Construcción	Alto		10,7	8,1	10,4	9,1	9,7
	Base	12,0	9,8	6,1	8,6	7,5	7,8
	Bajo		8,6	5,4	6,5	5,0	5,3
Edificaciones	Alto		5,5	6,4	7,2	6,9	7,0
	Base	11,4	4,1	4,4	5,4	5,3	5,1
	Bajo		3,4	3,7	3,3	2,8	2,6
Obras civiles	Alto		15,9	9,9	13,6	11,3	12,5
	Base	12,7	14,5	7,9	11,8	9,7	10,6
	Bajo		13,8	7,2	9,7	7,2	8,1
Industria	Alto		1,6	5,7	5,6	5,7	5,7
	Base	-1,0	1,2	3,8	4,8	4,6	4,6
	Bajo		0,9	2,0	3,9	4,2	4,2
Servicios públicos	Alto		3,8	4,7	5,0	5,4	5,3
	Base	4,9	3,7	4,2	4,8	5,2	5,1
	Bajo		3,4	4,1	4,3	4,1	4,0
Establecimientos financieros	Alto		5,7	6,3	6,3	6,3	6,2
	Base	5,0	5,4	5,2	5,5	5,5	5,5
	Bajo		5,0	4,2	4,0	3,6	3,5
Comercio	Alto		5,1	5,7	6,1	6,3	6,3
	Base	4,3	4,9	4,5	5,6	5,2	5,2
	Bajo		4,5	3,9	4,1	3,9	3,9
Transporte y comunicaciones	Alto		4,4	5,5	5,8	5,8	5,8
	Base	3,1	4,2	4,4	5,0	4,5	4,4
	Bajo		4,1	3,8	3,7	3,5	3,5
Servicios sociales	Alto		5,3	4,8	4,7	4,8	4,7
	Base	5,3	5,1	4,5	4,6	4,3	4,2
	Bajo		5,1	4,3	4,4	4,1	4,0
PIB	Alto		5,1	5,2	5,4	5,5	5,4
	Base	4,7	4,7	4,5	4,7	4,6	4,6
	Bajo		4,4	3,4	3,4	3,4	3,4

Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.

gracias a la ejecución de proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G). Mientras que el consumo público mantendría un crecimiento estable, por debajo del resto de la economía. Por su parte, el consumo de los hogares crecería a la par con el de la actividad económica.

Al igual que en el ejercicio por el lado de la oferta, al observar la proyecciones de PIB por el lado del gasto, el

escenario bajo tiene una mayor probabilidad de ocurrencia que el escenario alto. En este contexto, los choques esperados en el escenario bajista, específicamente referentes a términos de intercambio y demoras en la ejecución de los proyectos de 4G, se traducirían en una desaceleración del comercio internacional, durante todo el horizonte de pronóstico y un choque transitorio en el crecimiento de la inversión en 2015 (Cuadro 4).

■ Cuadro 4. Estimación de crecimiento del PIB por el lado de la demanda

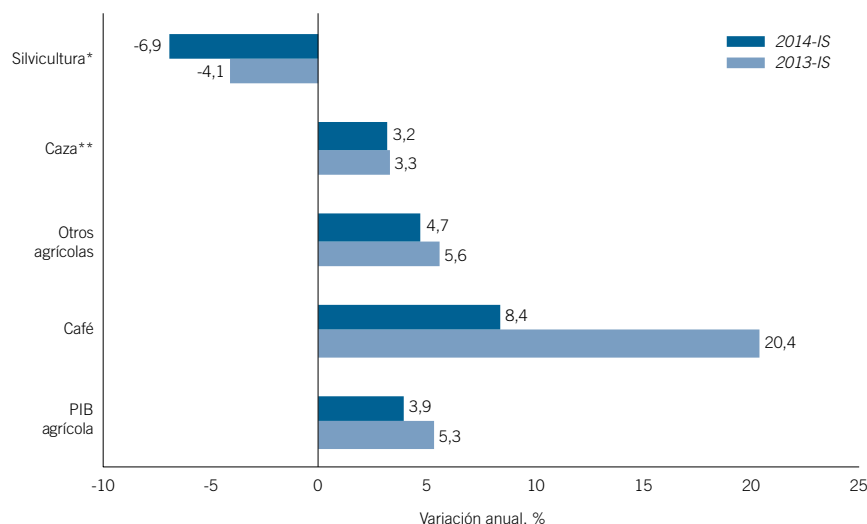
	Escenarios	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Consumo privado	Alto		5,2	5,1	5,5	5,9	5,7
	Base	4,2	4,8	4,6	4,7	4,6	4,6
	Bajo		3,5	3,1	3,0	3,2	3,1
Consumo público	Alto		5,8	4,1	4,1	4,1	4,1
	Base	5,8	5,6	3,9	3,9	3,9	3,9
	Bajo		5,4	3,8	3,8	3,8	3,8
Inversión pública	Alto		13,7	9,3	12,7	10,6	11,7
	Base	11,9	12,4	7,4	11,1	9,1	9,9
	Bajo		11,7	6,7	9,1	6,7	7,6
Inversión privada	Alto		9,9	9,6	8,6	9,8	9,2
	Base	4,2	6,7	6,7	7,2	7,1	7,2
	Bajo		2,3	5,8	3,9	4,3	4,1
Exportaciones	Alto		2,1	5,5	5,0	6,2	5,9
	Base	5,4	0,4	3,9	3,2	3,6	3,4
	Bajo		-0,6	2,8	2,1	2,5	2,3
Importaciones	Alto		8,2	6,4	6,6	8,4	7,5
	Base	4,5	8,9	4,6	5,1	6,1	5,6
	Bajo		3,9	3,0	2,4	3,3	2,9
Total PIB	Alto		5,1	5,2	5,4	5,5	5,4
	Base	4,7	4,7	4,5	4,7	4,6	4,6
	Bajo		4,4	3,4	3,4	3,4	3,4

Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.

ANEXO 1. DETALLE DEL CRECIMIENTO DEL PIB EN EL PRIMER SEMESTRE

A. Crecimiento por el lado de la oferta

II Gráfico 6. Agropecuario, silvicultura, caza y pesca por subsector



Durante el primer semestre de 2014, la agricultura exhibió una desaceleración de 1,4 pps frente a lo ocurrido en su homólogo del año anterior. Esto estuvo asociado principalmente con la ralentización del subsector de café.

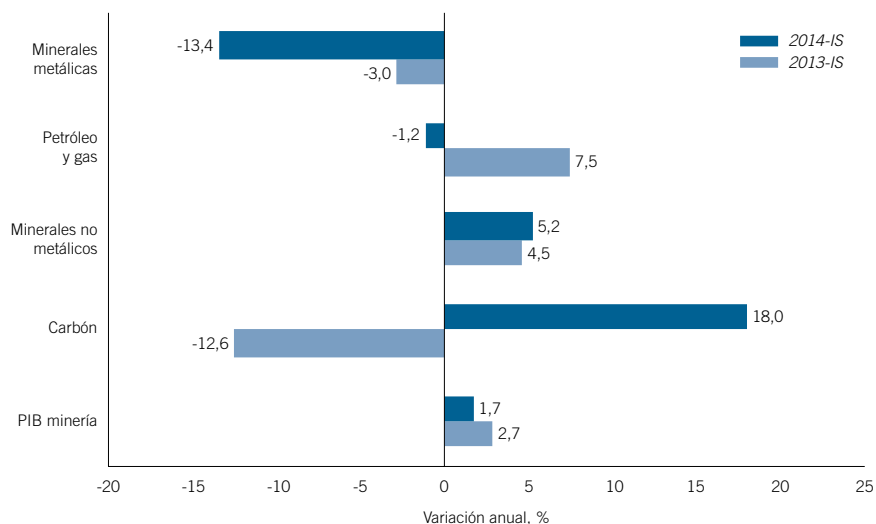
Cabe señalar que en los primeros seis meses del año, el subsector de silvicultura presentó, por segundo año consecutivo, una variación negativa del orden de 6,9%.

* Silvicultura y extracción de madera y pesca.

** Producción pecuaria y caza

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

II Gráfico 7. Explotación de minas y canteras por subsectores

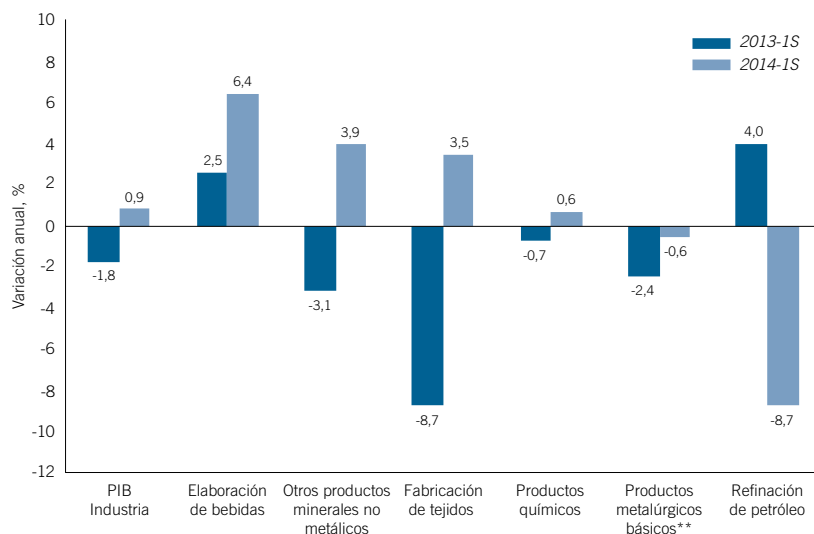


En el primer semestre del presente año, la explotación de minas y canteras exhibió una importante desaceleración, asociada con el declive en los subsectores petróleo y minerales metálicos, como consecuencia de las huelgas y choques de oferta.

Cabe señalar que el sector de carbón presentó una notable recuperación, explicada por la normalización de la producción tras los problemas observados en el primer semestre de 2013.

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 8. Industria manufacturera por subsectores*



* Se incluyen los 6 subsectores (de 25) con mayor participación dentro del sector.

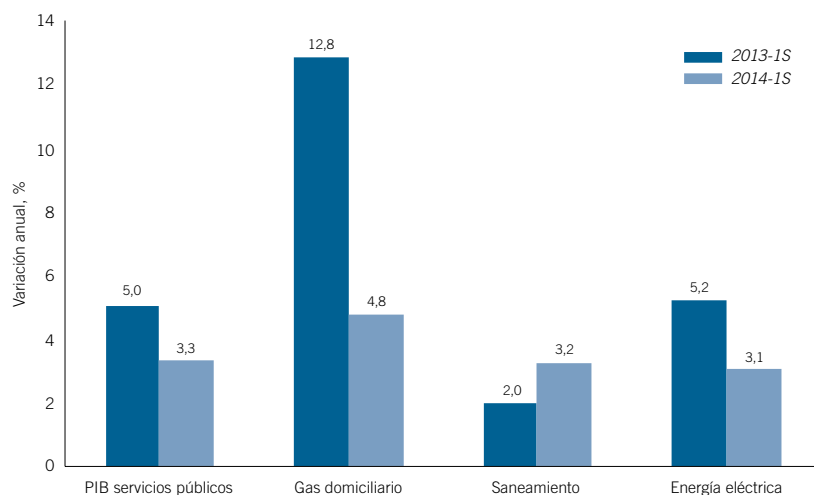
** No incluye maquinaria y equipo.

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

El sector de la industria manufacturera presentó una ligera recuperación, al registrar una variación anual positiva de 1%, tras cuatro semestres continuos de declive.

La gran excepción a la recuperación de la industria fue la refinación de petróleo, que presentó una caída del orden de 8,7%, como consecuencia del cierre temporal de la refinería de Cartagena.

Gráfico 9. Servicios públicos por subsectores

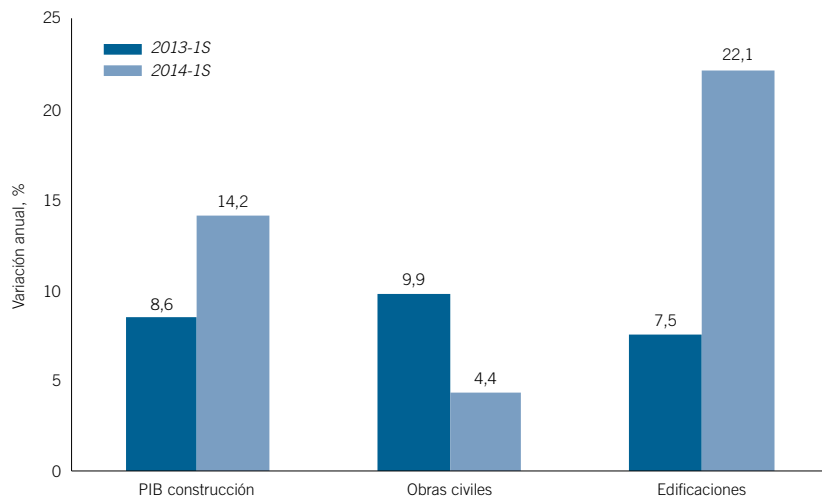


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Para el primer semestre de 2014, todos los subsectores de Servicios Públicos presentaron aumentos en su producción superiores al 3%.

El subsector del gas domiciliario presentó una notable desaceleración del orden de 8 puntos porcentuales. Sin embargo, su peso en el total del sector es de tan sólo el 10%, aminorando así su efecto en el total.

Gráfico 10. Construcción por subsectores

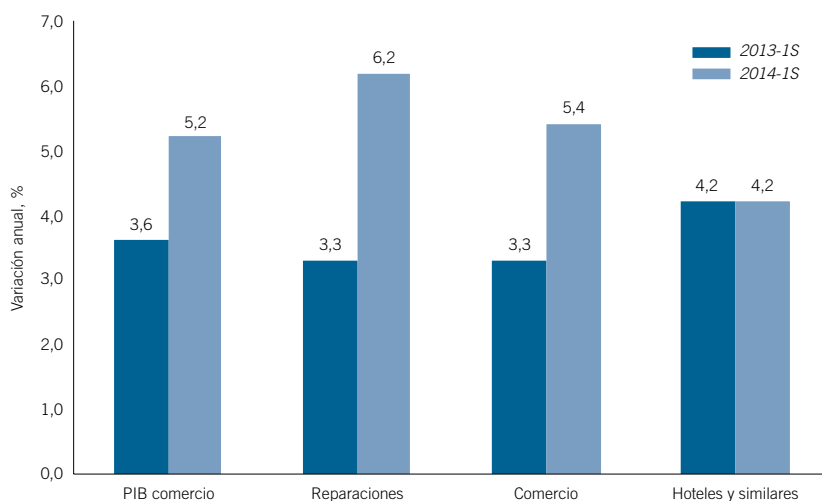


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

En el primer semestre de 2014, la construcción fue una de las principales locomotoras de la economía colombiana, al crecer más del doble que el resto de los sectores.

El ingente crecimiento del sector de construcción estuvo impulsado principalmente por el vigoroso aumento de más del 20% por parte del subsector de obras civiles.

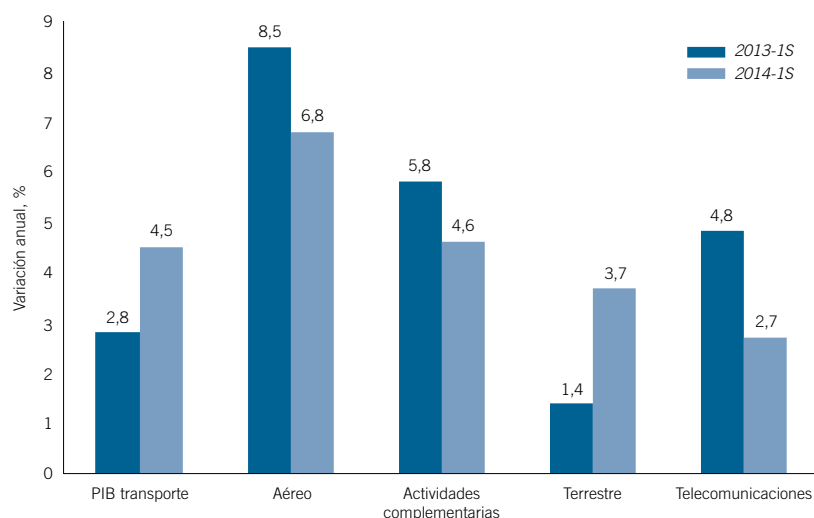
Gráfico 11. Comercio, reparación, restaurantes y hoteles por subsectores



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Para el primer semestre de 2014, el sector de comercio presentó un notable incremento anual superior al 5%, como consecuencia del buen dinamismo de los subsectores comercio y reparaciones.

Gráfico 12. Transporte, almacenamiento y comunicaciones por subsectores

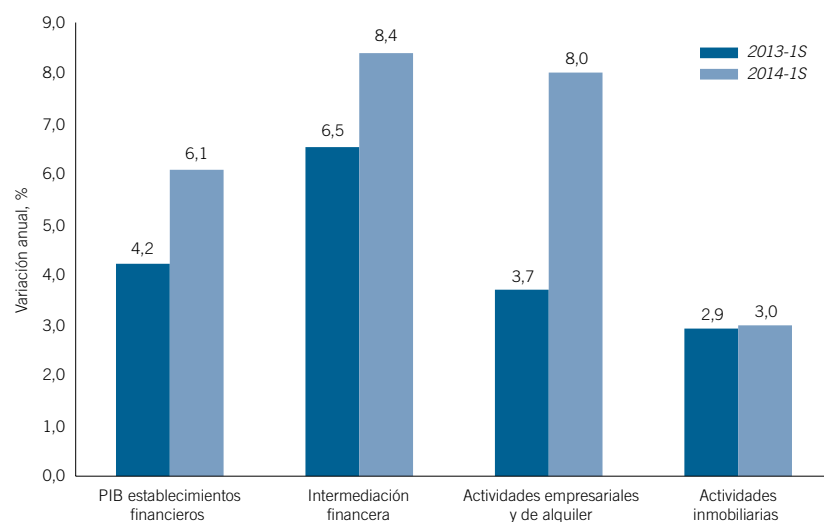


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Durante los primeros meses del 2014, el sector de transporte exhibió una notable aceleración (del orden de 1,7 pps), asociado principalmente con el buen desempeño del transporte terrestre y las telecomunicaciones.

El buen dinamismo del subsector de Telecomunicaciones obedeció, entre otros factores, a la entrada en vigor de la conectividad 4G y al continuo aumento de las penetraciones a los diferentes servicios TIC.

Gráfico 13. Intermediación financiera, inmobiliarios y otras actividades empresariales por subsectores



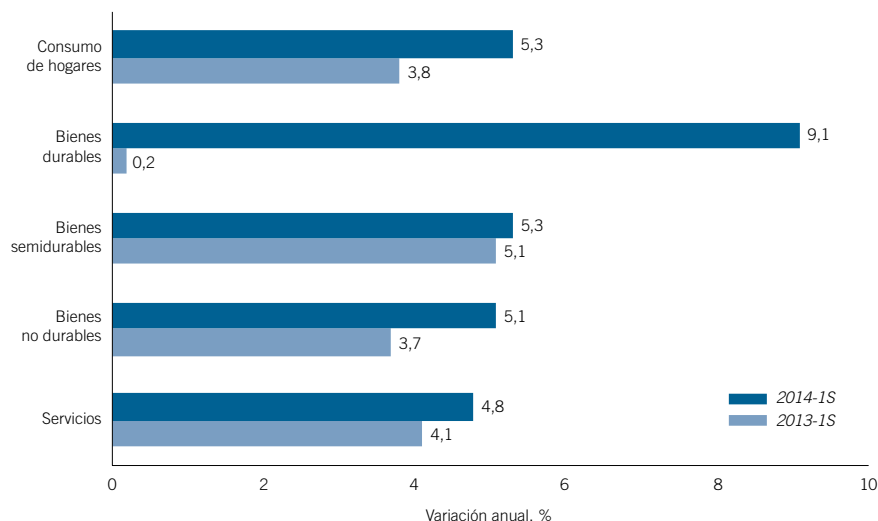
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Para el primer semestre de 2014, el PIB de Establecimientos Financieros presentó un importante crecimiento de más de 6,1%. Lo anterior significó una aceleración de casi 2 pps.

El gran dinamismo de Establecimientos Financieros estuvo impulsado principalmente por intermediación financiera y, en menor medida, actividades empresariales y alquiler.

B. Crecimiento por el lado de la demanda

II Gráfico 14. Consumo privado por componentes

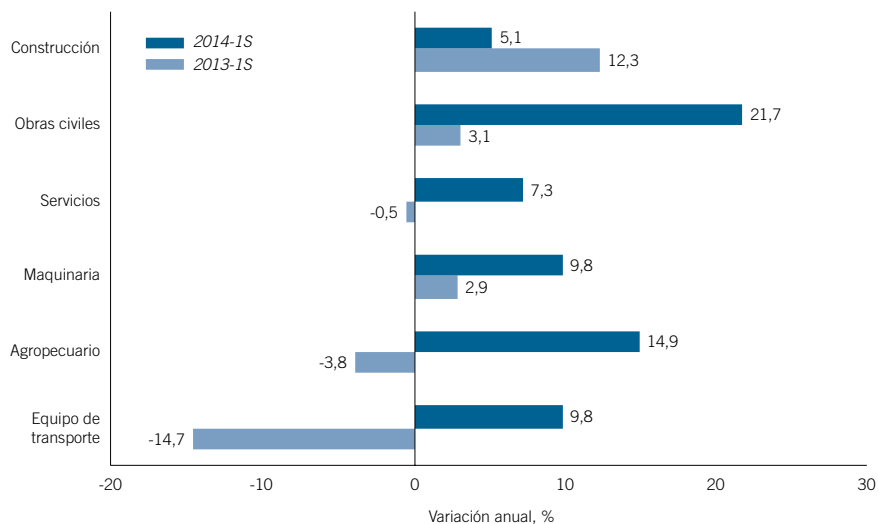


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Para el primer semestre de 2014, todos los subsectores del consumo privado presentaron una aceleración en comparación a su homólogo del año anterior.

El buen comportamiento del consumo de los hogares estuvo impulsado principalmente por el subsector de bienes durables, el cual exhibió una aceleración superior a 9 pps.

II Gráfico 15. Formación bruta de capital por componentes



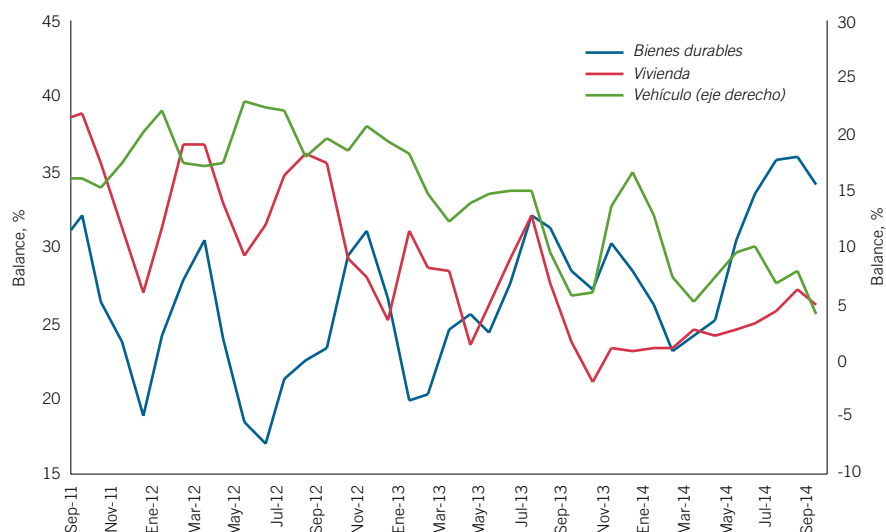
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Durante el primer semestre de 2014, el notable dinamismo de la inversión estuvo liderado principalmente por el aumento en obras civiles (21,7%) y, en menor medida, por el de agricultura (14,9).

Cabe señalar que la construcción fue el único subsector de la inversión que presentó una ralentización (del orden de 7,1 pps) entre el primer semestre de 2013 y su homólogo del presente año.

C. Disposición de compra de bienes durables y a invertir

■ **Gráfico 16.** Disposición a comprar vivienda, vehículo, y bienes muebles y electrodomésticos (*Promedio móvil de orden 3*)

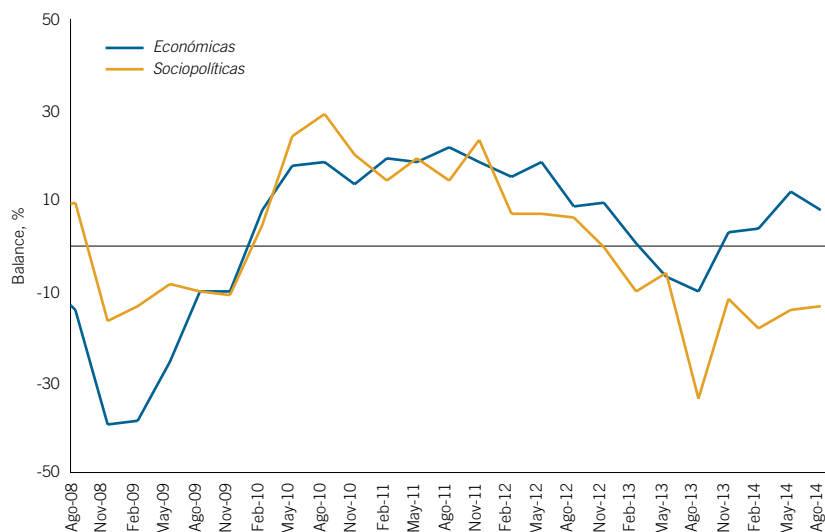


Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) - Fedesarrollo.

La disposición a comprar bienes muebles y electrodomésticos se mantuvo en niveles altos para el primer semestre del año, pese a una disminución durante el tercer trimestre.

En el mes de septiembre, la disposición para adquirir vivienda mostró una caída después de haber registrado incrementos continuos durante lo corrido del año. Vale la pena anotar, que el resultado de la disposición a comprar vivienda en la serie en promedio móvil sigue estando por encima del promedio del último año.

■ **Gráfico 17.** Favorabilidad de las condiciones económicas y sociopolíticas actuales para la inversión en la industria



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

Tras tres trimestres consecutivos de avances en la percepción de las condiciones económicas para la inversión en la industria, en septiembre de 2014 se registró por segundo mes consecutivo un leve deterioro en este indicador.

El balance sobre la favorabilidad de las condiciones sociopolíticas para la inversión en la industria se mantiene en terreno negativo, aunque ha venido aumentando paulatinamente en los últimos dos trimestres, consolidándose en un nivel muy superior al exhibido en 2013.

NO TENEMOS
LA ESCUADRA
PARA MEDIR
UN SUEÑO



PERO SÍ TENEMOS LAS
HERRAMIENTAS
QUE NECESITAS PARA
LOGRARLO

Encuéntralas con nuestro
MODELO DE SERVICIOS
EMPRESARIALES



www.ccb.co



Tus sueños son nuestra empresa

Edición junio de 2014

Artículos de esta edición:

Esta publicación, se encuentra actualmente a disposición del público. La revista *ESPE* se encuentra indexada en: Colciencias (categoría A2), *Scientific Electronic Library Online* (Scielo Colombia), *International Bibliography of the Social Sciences* (IBSS), CLASE (UNAM) e *International Periodicals Directory* (ULRICH), Scopus, RePEc, CSA *Social Sciences Collection* incluida en la base *World wide Political Science Abstracts* y en las bases de *Sociological Abstracts* y en *Social Services Abstracts* y en los índices electrónicos de la *American Economic Association*, entre los cuales se encuentran *Journal of Economic Literature* en CD, e-JEL y EconLit.

The Balassa-Samuelson Hypothesis and Elderly Migration
Por: Óscar Iván Ávila Montealegre; Mauricio Rodríguez Acosta; Hernando Zuleta González

Credit Cycles, Credit Risk and Countercyclical Loan Provisions
Por: Martha López; Fernando Tenjo; Hector Zárate

Analyzing the Exchange Rate Pass-through in Mexico: Evidence Post Inflation Targeting Implementation
Por: Sylvia Beatriz Guillermo Peón; Martín Alberto Rodríguez Brindis

El dinero y la liquidez
Por: Carlos Esteban Posada P.

Determinantes de la tasa de cambio en Colombia: un enfoque de microestructura de mercados
Por: Andrés Murcia; Diego Rojas

An Empirical Analysis of the Relationship between US and Colombian Long-Term Sovereign Bond Yields
Por: Alexander Guarín; José Fernando Moreno; Hernando Vargas

Informes:

Adquiera el ejemplar impreso acercándose a la Biblioteca Luis Ángel Arango, punto central de información, calle 11 # 4-14, teléfonos: 343 1278, 343 1260.

ESPE se publica semestralmente.

Valor ejemplar \$13.600

www.banrep.gov.co/espe

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

1.1. Contexto internacional

En línea con un desalentador primer semestre, las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial para 2014 se han ido perfilando hacia un escenario más débil al inicialmente esperado. En efecto, los datos observados de crecimiento para el primer semestre del año han cuestionado el ritmo al que estarían creciendo las economías avanzadas y han reiterado el debilitamiento en el mundo emergente.

Adicionalmente, la evolución económica mundial va a ser influenciada por dos importantes hechos. En un primer plano aparece la finalización este mismo año del cierre del programa de compra de activos financieros por parte del Banco de la Reserva Federal en Estados Unidos, así como la expectativa de un eventual incremento de la tasa de interés de política de este país durante la segunda mitad de 2015. En un segundo lugar, se encuentra la agudización de la caída en los precios internacionales de los principales productos básicos, ante un escenario en que el desempeño económico mundial incide en una menor demanda de materias primas y se ven excesos de oferta. Estos fenómenos, que se venían

observando en los productos agropecuarios y en los metales desde el año 2012, se han extendido al mercado petrolero en el período más reciente con una fuerte caída en los precios del crudo en octubre de 2014.

Sin perder de vista las vulnerabilidades externas antes mencionadas, el contexto internacional actual sugiere un crecimiento modesto en el producto mundial para 2014 y menor al estimado a principios del año. De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI), dicho crecimiento ya no se ubicaría en un 3,7%, sino que sería del orden del 3,3%. Ese crecimiento global estaría representado por un crecimiento del 1,8% en las economías avanzadas y de 4,4% en las emergentes para el año en mención, en particular de 1,3% en la región latinoamericana. Para 2015 se proyecta un repunte en la actividad económica global, ubicándose en 3,8%. Así, durante 2015, las economías avanzadas crecerían 2,3% mientras que las emergentes registrarían un avance de 5,0% (Cuadro 5).

En este contexto, el crecimiento de los socios comerciales de Colombia, ponderado por la participación de los distintos países en nuestras exportaciones, se espera que esté alrededor del 2,3% en 2014, fluctuando alrededor

II Cuadro 5. Crecimiento económico anual

Región o país	Crecimiento económico			
	2012	2013	2014	2015
Producto mundial	3,4	3,3	3,3	3,8
Economías avanzadas	1,2	1,4	1,8	2,3
Economías emergentes	5,1	4,7	4,4	5,0
América Latina y el Caribe	2,9	2,7	1,3	2,2

Fuente: Fondo Monetario Internacional (WEO). Actualización octubre de 2014.

del 3,0% en los próximos 3 años (Gráfico 18). Dentro de los riesgos en el crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia vale la pena resaltar el mal desempeño esperado de la economía venezolana. De acuerdo con el FMI se espera que el PIB de Venezuela retroceda 3,0% en 2014 y 1,0% durante 2015.

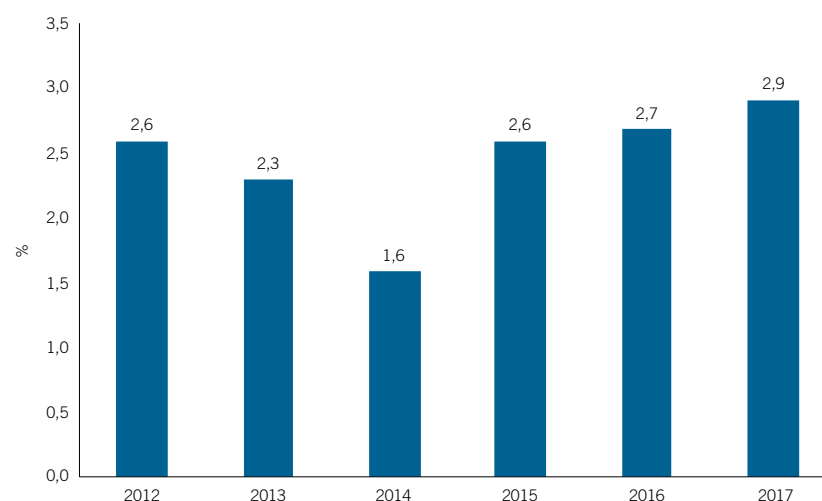
1.1.1. Economías avanzadas

Entre los países desarrollados, se espera un leve repunte en la segunda mitad de 2014. No obstante, dicho resultado dependerá del ritmo al que se sigan recuperando los indicadores de la actividad real en Estados Unidos y a la respuesta a las políticas de estímulo, particularmente en el campo monetario, que se han anunciado en Japón y Europa.

En el caso particular de los Estados Unidos, su Producto Interno Bruto (PIB) presentó una expansión de 4,6% y 3,5% trimestre anualizado para el segundo y tercer trimestre de 2014, lo cual constituye una importante recuperación frente al mal resultado observado en los primeros tres meses del año (-2,1%). Este nuevo dato está incorporando una significativa aceleración en el consumo de los hogares, así como los incrementos en el gasto del gobierno y en los distintos rubros de inversión. Ante estos resultados, se anticipa que el crecimiento del PIB para los Estados Unidos se ubique en 2,2% durante 2014, repuntando a 3,1% en 2015.

En relación con el mercado laboral estadounidense, los indicadores han mostrado mejoras importantes. Durante los primeros nueve meses del año la tasa de desempleo ha caído 70 pbs, desde un 6,6% en enero a un 5,9% en septiembre. Lo anterior se ha dado gracias a la generación de 230 mil empleos en promedio por mes, que en términos porcentuales reflejan un crecimiento de cerca de un 20% frente al mismo periodo de 2013. Sin embargo, entre los

■ Gráfico 18. Crecimiento de los socios comerciales



Fuente: WEO actualización Octubre de 2014 - Proyecciones Fedesarrollo.

analistas aún se reconoce que el mercado laboral estadounidense no ha completado su recuperación. Los principales elementos que sustentan esta afirmación son, por ejemplo, la caída en la tasa de participación, el aumento en el trabajo en tiempo parcial, el subempleo, y el incremento marginal en los salarios desde 2009.

En la zona del euro, tal como ha sucedido desde el tercer trimestre de 2013, continúa una modesta recuperación en la actividad económica en los dos primeros trimestres de 2014, con un crecimiento anual promedio del 0,5%. Es de notar, que por países, el desempeño de la actividad real en la zona del euro sigue siendo heterogéneo. Así, se observa un menor crecimiento en la economía alemana y francesa, una actividad económica estancada en el caso de Portugal, una contracción en Italia, y un aceleramiento en el crecimiento del PIB español durante el segundo trimestre. Para el conjunto de la zona Euro, el crecimiento previsto por el FMI en 2014 es de 0,8% con un leve repunte a 1,3% durante el próximo año.

Adicionalmente, es importante notar que los bajos niveles de inflación -que en agosto llega a ser del 0,4%- han

generado preocupación sobre la posibilidad de un eventual escenario de deflación. De hecho, el estar la inflación en la zona del euro por debajo de las expectativas, ha conducido al Banco Central Europeo a recortar su tasa de política monetaria de forma sistemática primero del 0,25% al 0,15% y en septiembre a un 0,05%, y a activar otras medidas expansivas en su reunión de septiembre como la iniciativa de crear nuevas alternativas con el fin de incentivar el crédito, en especial para el sector público no financiero. En adición a estas medidas, los analistas económicos y el mercado están a la espera de un programa de estímulo monetario de Quantitative Easing, similar al implementado en los Estados Unidos, el cual se enfocaría inicialmente en la compra de bonos respaldados en hipotecas y titularizaciones.

Finalmente, en Japón, la política monetaria y fiscal altamente expansiva que entró en vigencia en diciembre de 2012, la llamada “Abenomics”, contribuyó a una senda positiva de crecimiento a lo largo de 2013 y durante el primer trimestre de 2014, pero dejó de mostrar sus frutos en los meses más recientes, después del aumento de 3,0 pps en el impuesto al consumo, con sus inmediatas consecuencias sobre el consumo de los hogares. En esta coyuntura, de acuerdo con el FMI, Japón estaría creciendo alrededor de un 0,9% en 2014, una drástica reducción frente al 1,6% esperado anteriormente. Para 2015, el contexto interno y de la región asiática hacen difícil prever una recuperación de Japón y el escenario más probable es un tímido crecimiento de 0,8% en ese año.

1.1.2. Economías emergentes

En cuanto a las economías de mercados emergentes, las proyecciones de crecimiento económico han transitado de un valor de 4,8% a principios de año a un 4,4% en el último reporte del Fondo Monetario Internacional. Lo anterior viene

por cuenta de un debilitamiento de las condiciones internas de estas economías y de una menor demanda externa proveniente de los países avanzados.

Dentro del bloque de economías emergentes, las proyecciones de crecimiento para 2014 y 2015 se han revisado sistemáticamente a la baja. De esta forma, si bien China presentó para el segundo trimestre de 2014 un crecimiento de 7,5%, el cual se encontraba respaldado en medidas focalizadas de estímulo económico⁴, las cifras de producción fabril, de inversión, de ventas minoristas, y de importaciones observadas recientemente muestran dinámicas débiles. Para los años venideros, en función de lo que ha planteado el gobierno chino, se proyecta que el crecimiento de este país se moderará con expansiones del PIB de 7,0% anual.

Por su parte, en países como Rusia, Sudáfrica y Turquía, se prevé que la inversión y el crecimiento continuarán deprimidos por un período más largo dadas las tensiones geopolíticas, y que sus altos niveles de déficit de cuenta corriente persistirán por un mayor tiempo. En particular, en Sudáfrica, el crecimiento seguirá siendo débil debido a los conflictos laborales que han aquejado su economía desde el último trimestre de 2013.

En este contexto de desaceleración, uno de los mejores desempeños dentro del grupo de emergentes se centraría en India. En este país, el incremento de la inversión interna, así como una paulatina recuperación de la confianza de las empresas y de la demanda interna se traduciría en tasas de crecimiento de 5,6% y 6,4% en 2014 y 2015, respectivamente.

Finalmente, algunos de los casos más delicados en términos de crecimiento se encuentran en América Latina. Argentina y Venezuela han continuado en una peligrosa

⁴ Algunas de las medidas de estímulo económico en China incluyeron las exoneraciones fiscales para las pequeñas y medianas empresas, y una la aceleración del gasto fiscal y de la inversión en infraestructura.

espiral de deterioro macroeconómico, la cual se traduce en una contracción esperada del PIB, altos niveles de inflación y preocupaciones sobre su balance externo. En Chile y Perú se registra una notable desaceleración en el segundo trimestre del año que se sustentan en una menor inversión, un deterioro del consumo privado y el choque negativo en sus términos de intercambio. Por su parte, en Brasil, las condiciones financieras más restrictivas y la continua debilidad de la confianza empresarial y de los consumidores están frenando la inversión y el consumo, con lo que ya completa una caída del PIB por dos trimestres consecutivos. México se proyecta como una economía con perspectivas favorables pero aún así las proyecciones de crecimiento para ese país son de apenas 2,4% y 3,5% en 2014 y 2015, respectivamente. En este contexto, es claro que Colombia se destaca como el único entre los países medianos y grandes de la región que no solo ha mantenido sino aumentado su dinamismo en el período reciente (Cuadro 6).

Para 2015, las proyecciones de los analistas contemplan una leve recuperación en la región, con todos los países mostrando un mayor crecimiento con respecto a 2014. Aún así, el crecimiento promedio de la región sería apenas 2,2% en 2015, superior al 1,3% de 2014 pero muy por debajo de lo que fue en años precedentes. Dentro de las economías que presentarían un mejor desempeño el próximo año, con-

juntamente con Colombia, sobresale Perú (5,4%). Incluso para Chile se proyecta un dinamismo relativamente bajo (3,3%), mientras que Argentina y Venezuela continuarían con cifras negativas (Cuadro 6).

1.2. Balanza de pagos

En un contexto de menor demanda externa, de debilidad en los precios internacionales de las principales materias primas y de desaceleración en las economías emergentes, la balanza de pagos del país en el primer semestre del año presentó un déficit en la cuenta corriente de 8.107 millones de dólares (4,4% del PIB semestral), y un saldo positivo de entradas netas de capital incluyendo acumulación de reservas internacionales de 7.950 millones (4,4% del PIB trimestral). El balance agregado que resulta de las transacciones de cuenta corriente y de cuenta de capital para los primeros seis meses del año es particularmente llamativo por el contraste que se exhibe entre un amplio deterioro del balance de comercio de bienes y el excepcional crecimiento de las inversiones de capital extranjero de portafolio (Cuadro 7).

1.2.1. Cuenta Corriente

Durante el primer semestre del 2014, la cuenta corriente de la balanza de pagos en Colombia registró un déficit de 8.107

II Cuadro 6. Crecimiento económico en América Latina y el Caribe

Región o país	Crecimiento anual observado (%)				Pronósticos de crecimiento (%)	
	2012	2013	2014-I	2014-II	2014	2015
Colombia	4,0	4,7	6,4	4,3	4,7	4,5
Argentina	1,0	3,0	-0,2	-1,6	-1,7	-1,5
Brasil	1,0	2,5	1,9	-0,9	0,3	1,4
Chile	5,4	4,1	2,4	1,9	2,0	3,3
México	4,0	1,1	1,9	1,6	2,5	3,7
Perú	6,0	5,8	5,1	1,7	3,6	5,1
Venezuela	5,6	1,3	-2,5	-2,7	-3,0	-1,0

Fuente: Latin Consensus Forecast (Reporte Septiembre 2014), WEO-IMF (Reporte Octubre 2014) y Fedesarrollo.

II Cuadro 7. Resumen del comportamiento de la balanza de pagos (2014-1S vs. 2013-1S)

	2013-1S	2014-1S	Variación (%) 2014-1S vs. 2013-1S
Cuenta corriente	-5.453	-8.107	48,7
Balanza comercial (bienes)	2.228	-442	-119,8
Exportaciones	30.020	29.065	-3,2
Importaciones	27.792	29.507	6,2
Balanza de servicios	-2.853	-3.013	5,6
Exportaciones	3.211	3.344	4,1
Importaciones	6.064	6.356	4,8
Renta de los factores	-7.029	-6.594	-6,2
Ingresos	1.803	1.906	5,7
Egresos	8.832	8.500	-3,8
Transferencias corrientes netas	2.201	1.942	-11,8
Ingresos	2.657	2.457	-7,5
Egresos	456	515	12,9
Cuenta financiera	-5.072	-7.950	56,7
Ingresos de capital extranjero	15.194	18.727	23,3
Inversión Extranjera Directa	7.697	8.452	9,8
Inversión Extranjera de Portafolio	4.907	10.770	119,5
Préstamos y otros créditos externos	2.589	-496	-119,2
Salidas de capital colombiano	6.003	8.985	49,7
Inversión directa en el exterior	1.441	2.371	64,5
Otras inversiones en el exterior	4.561	6.614	45,0
Activos de reserva	4.119	1.791	-56,5

Fuente: Banco de la República - cálculos Fedesarrollo.

millones de dólares, alrededor de 2.653 millones más que en el mismo periodo del año anterior y equivalente al 4,4% del PIB semestral. El deterioro de la cuenta corriente se ha venido acentuando sistemáticamente desde el año 2009, cuando el déficit para el primer semestre era del orden de 1,7% del PIB semestral. El actual desbalance es el mayor en más de una década y resulta incluso más deficitario que el observado en 2007, previo a la crisis financiera internacional (Gráfico 19).

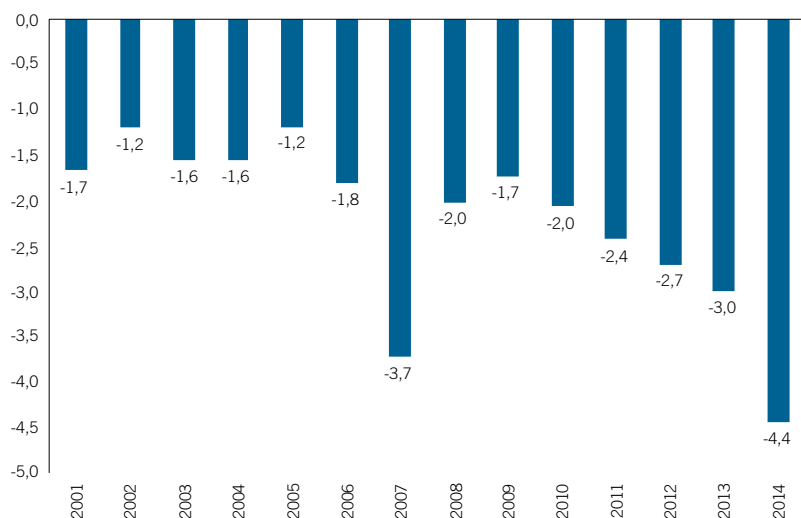
Al efectuar la descomposición de los diferentes rubros de la cuenta corriente es visible que el déficit del país en

el primer semestre del año se encuentra explicado por un deterioro generalizado en el componente del comercio de bienes y servicios, y por el comportamiento negativo de las transferencias corrientes, tan solo ligeramente moderado por un menor balance deficitario de los rubros de renta de los factores.

1.2.1.1. Balanza comercial de bienes

En los primeros seis meses de 2014, el menor dinamismo en la balanza comercial obedece a una notable caída anual

■ **Gráfico 19.** Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos
Acumulado enero-junio como porcentaje del PIB semestral
(2001-2014)



Fuente: Banco de la República - cálculos Fedesarrollo.

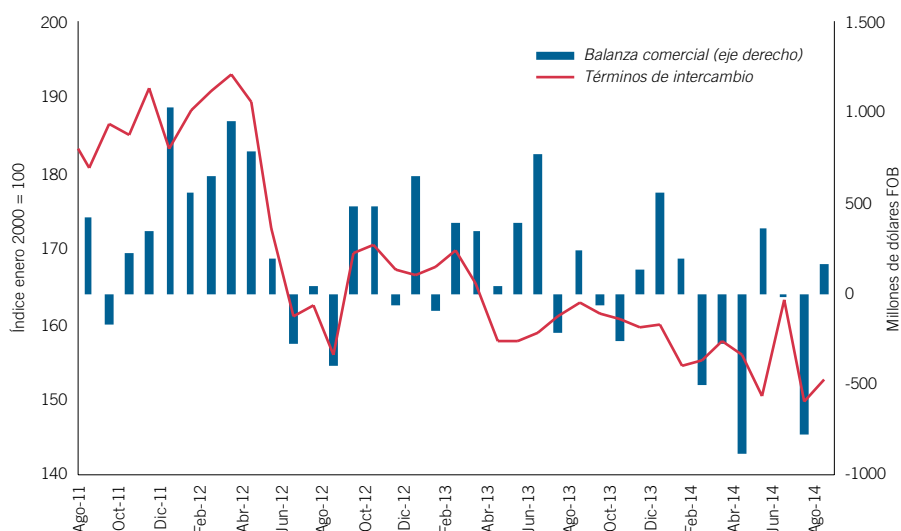
en las exportaciones en 3,2%, y en una mayor dinámica importadora en el país, con un crecimiento anual de las compras externas del orden del 6,0%. En efecto, como se puede apreciar en el Gráfico 20, el comercio de bienes en cuatro de los seis meses que han transcurrido en 2014 registró déficits, todos superiores en magnitud a los registrados en los últimos tres años, lo que en el consolidado se tradujo en una situación deficitaria que no estaba presente en el mismo período de 2013. Es importante resaltar que parte de este deterioro puede ser atribuido a las obras de mantenimiento y expansión de la Refinería de Cartagena, lo cual podría tener un impacto hasta el primer semestre del próximo año, y solo comenzar a disminuir la presión en la balanza comercial en la segunda mitad de 2015. No obstante, el deterioro en la balanza

comercial debe seguir siendo analizado con atención, dadas las perspectivas negativas esperadas en los términos de intercambio como consecuencia de la caída en el precio internacional de algunos commodities, en particular el petróleo (Gráfico 20).

En el caso concreto de las exportaciones de bienes, en lo corrido del presente año su crecimiento anual promedio se mantuvo en terreno negativo (Gráfico 21, Panel A). Así, entre enero y agosto se acumuló un monto por exportaciones de 37.878 millones de dólares, acumulando un retroceso de 2,7%. Al explorar las causas del deterioro en las exportaciones de bienes, sobresale el cada vez menor dinamismo en las ventas externas de bienes industriales o manufacturados.

Específicamente, cuando se establece la clasificación de las exportaciones de acuerdo a su intensidad tecnológica se registra una importante caída en las ventas de bienes industrializados (10,4%), en particular, de las manufacturas

■ **Gráfico 20.** Evolución de la Balanza comercial y los términos de intercambio (Base-2000)



Fuente: Banco de la República - DANE.

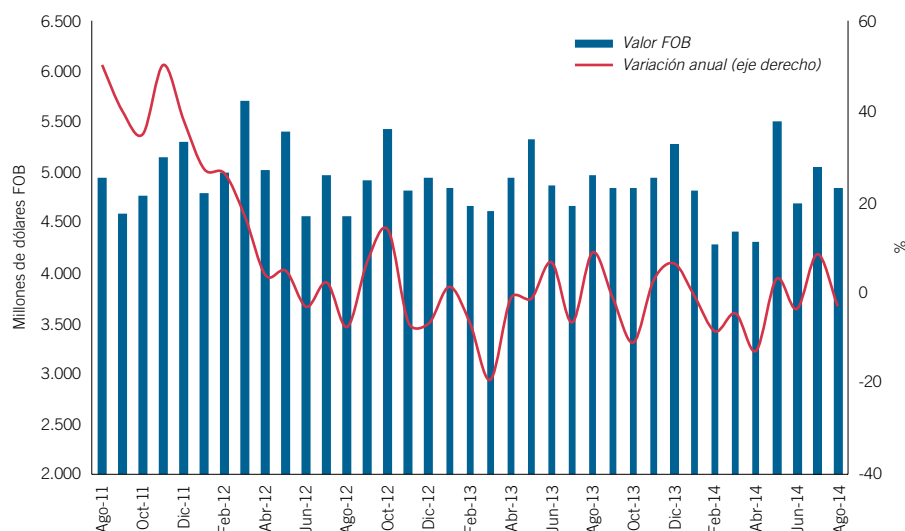
basadas en recursos naturales y con uso de tecnología media (Gráfico 21, Panel B).

En línea con lo anterior, resulta interesante analizar los patrones del comportamiento de las exportaciones tradicionales y no tradicionales. En primer lugar, las exportaciones tradicionales de enero a agosto de 2014 registraron un descenso de 0,3%, con una tendencia particularmente negativa

durante los últimos tres meses. Este resultado, encuentra su explicación en el débil comportamiento de las materias primas, en particular el oro, ferróníquel y el petróleo y sus derivados (Cuadro 8). Dentro de este grupo, solamente se destaca el desempeño positivo de las ventas externas de café, las cuales crecieron 22,8% en dicho periodo y la recuperación de las de carbón, tras los problemas que enfrentaron en el primer semestre de 2013.

II Gráfico 21. Exportaciones totales

A. Evolución mensual



B. Exportaciones según intensidad tecnológica

	Enero - agosto	
	Valor FOB (millones de dólares)	Variación % respecto a igual período 2013
Bienes primarios	26.738.715	2,53
Bienes industrializados	9.753.116	-10,35
Manufacturas basadas en recursos naturales	4.465.549	-13,71
Manufacturas de baja tecnología	1.700.585	-2,11
Manufacturas de tecnología media	3.030.679	-10,89
Manufacturas de alta tecnología	556.303	-1,79
Otros	1.280.483	-30,26
Total	37.877.694	-2,67

Fuente: DANE.

II Cuadro 8. Exportaciones por tipo de bien

Tipo de bien	Millones de dólares FOB		Variación anual (%)
	Enero - agosto 2013	Enero - agosto 2014	
Petróleo y derivados	21.500	20.910	-2,7
Carbón	4.146	4.426	6,8
Ferroníquel	475	416	-12,4
Oro	1.667	1.037	-37,8
Café	1.232	1.513	22,8
Otros agrícolas	3.223	3.388	5,1
Industriales	6.611	6.094	-7,8

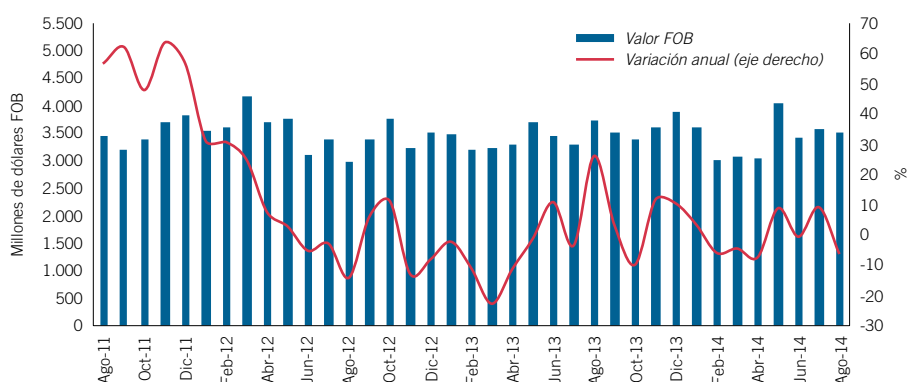
Fuente: DANE.

En segundo lugar, las exportaciones no tradicionales acumularon hasta el octavo mes de 2014 una contracción de 8,2% (Gráfico 22, Panel B). Este rubro de ventas externas ha absorbido las consecuencias del proceso de apreciación en el tipo de cambio peso/dólar, que estuvo presente en la primera mitad del año, y de la desaceleración de los socios comerciales del país, en particular de los países vecinos.

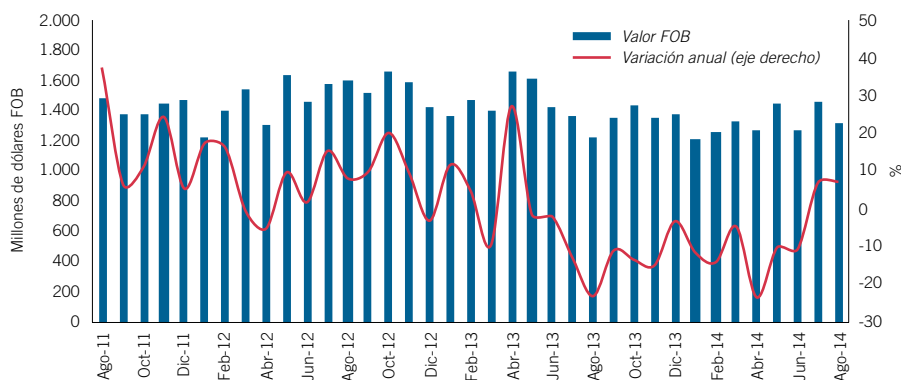
Cuando se hace el ejercicio de extraer de las exportaciones totales las ventas externas de combustibles, perlas y piedras preciosas, café y fundición de hierro y oro, y se presentan los resultados por país de destino de estas transacciones es importante resaltar el deterioro generalizado que exhiben este tipo de exportaciones en los distintos países de la muestra, en particular a los países latinoamericanos. La excepción al deterioro se observa en los casos de las ventas a

II Gráfico 22. Evolución de las exportaciones tradicionales y no tradicionales

A. Tradicionales



B. No tradicionales



Fuente: DANE.

la Unión Europea y a Estados Unidos, lo cual podría estar indicando resultados positivos de la firma de tratados de libre comercio (Cuadro 9).

Finalmente, las importaciones de bienes según se registra en la balanza de pagos alcanzaron en los primeros seis meses de 2014 un crecimiento de 6,2% (Gráfico 23, Panel A). En un escenario de cierre de la refinería de Cartagena, las compras externas de combustibles, lubricantes y conexos muestran entre enero y julio un significativo crecimiento de 30,1%, que también se ve reflejado en el crecimiento de 12,7% en el conjunto de materias primas y productos intermedios (Gráfico 23, Panel B). Se destaca también el crecimiento de más de 7% en las importaciones de bienes de consumo, consistente

con el dinamismo del comercio y de la demanda interna que denotan las cifras mencionadas en el capítulo 2.

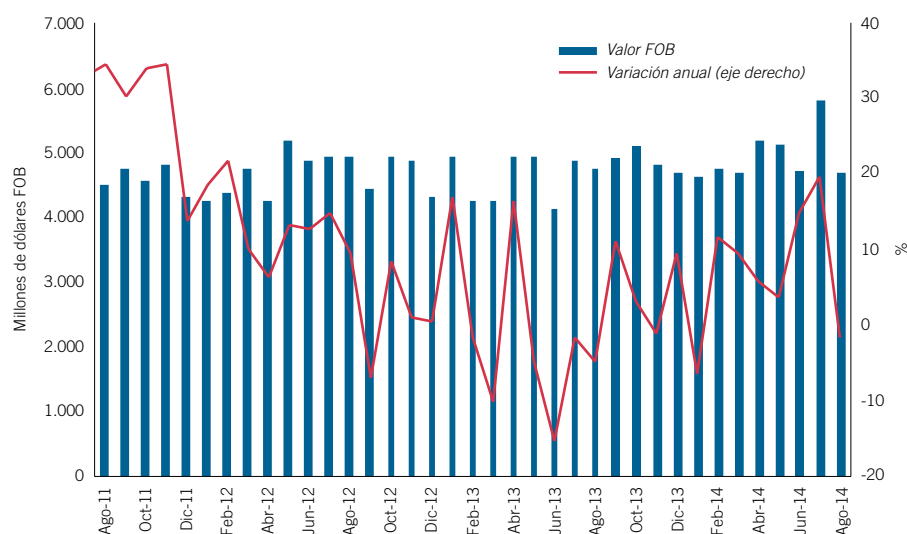
II Cuadro 9. Exportaciones no tradicionales por país de destino

Tipo de bien	Enero-agosto 2013 (variación anual %)	Enero-agosto 2014 (variación anual %)
Total	2,0	-3,7
EE.UU.	-0,8	5,9
Ecuador	-0,6	-5,0
Venezuela	-11,3	-11,1
Unión Europea	1,1	21,3
Perú	-4,8	-7,7
México	6,4	-0,6
Resto	11,8	-12,4

Fuente: DANE.

II Gráfico 23. Importaciones

A. Evolución mensual



B. Clasificación CUODE de las importaciones

	Enero - agosto	
	Valor FOB (millones de dólares)	Variación % respecto a igual período 2013
Bienes de consumo	9.037.967	7,77
Materias primas y productos intermedios	18.883.456	10,69
Bienes de capital	13.612.152	1,15

Fuente: DANE.

1.2.1.2. Balanza de servicios, renta factorial y transferencias corrientes

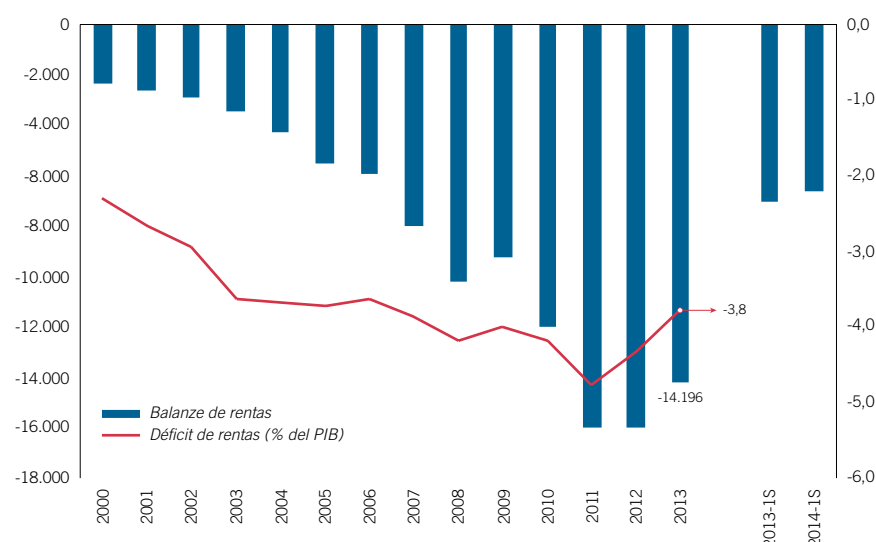
El comercio exterior de servicios, en lo corrido de 2014, inscribió un balance deficitario de 3.013 millones de dólares, ligeramente superior al de un año atrás. Este balance para la primera mitad del año fue el resultado de ingresos por exportaciones de servicios de 3.343 millones de dólares (crecimiento anual de 4,1%), impulsado por el crecimiento del rubro de viajes; y por egresos de 6.356 millones de dólares (crecimiento anual de 4,8%) asociados a un mayor número de compras de bienes y servicios de viajeros colombianos. Transporte y viajes son los rubros más relevantes de la cuenta de servicios representando el 66% del comercio global.

Por su parte, el balance deficitario del ingreso primario o renta de los factores entre enero y junio de 2014 ostentó una reducción de 435 millones de dólares (6,2%), por lo que ostenta un monto total de 6.594 millones de dólares (Gráfico 24). La respuesta a la baja de este componente de la cuenta corriente incorpora un descenso de 332 millones de dólares en los egresos de renta factorial, que a su vez recoge la menor generación de utilidades de las empresas con inversión extranjera directa -las cuales acaparan el 76% del total de estos egresos-. La balanza de pagos indica que en estos primeros seis meses del año las utilidades que enviaron las empresas extranjeras a sus casas matrices (6.230 millones de dólares) fueron inferiores en 7,8% frente un año atrás, siendo menores principalmente en las firmas que operan en la actividad minero-energética, y en menor medida en las de la industria manufacturera y las de transporte y comunicaciones.

Con relación a los ingresos secundarios o transferencias corrientes en el

periodo de referencia se contabiliza un monto de 1.941 millones de dólares consecuentes con una disminución de 11,8% frente al mismo semestre de 2013. La mayor parte de estas transferencias se encuentran representadas en las remesas de los trabajadores colombianos en el exterior y su caída puede estar reflejando la repatriación de muchos de ellos y las dificultades que tienen para enviar recursos los que permanecen en el exterior (Gráfico 25, Panel A). Al efectuar el análisis de las remesas por país de origen se encuentra que el grueso de la disminución de los ingresos de los trabajadores colombianos obedece a un sustancial deterioro (80%) de aquellos provenientes de Venezuela, un país que a lo largo de 2013 tenía una participación en el total de remesas superior al 10% y que en este primer semestre de 2014 es de tan solo el 2,5%. De hecho, países como Chile, Reino Unido y Panamá hoy han sobrepasado a Venezuela en el ranking de las fuentes de ingresos por remesas (Gráfico 25, Panel B). En menor medida, desde Estados Unidos y España también se observa una disminución de los ingresos de los trabajadores colombianos en el exterior que es de 3,0% y 6,0% en términos anuales, respectivamente.

■ Gráfico 24. Evolución del balance de rentas de factores

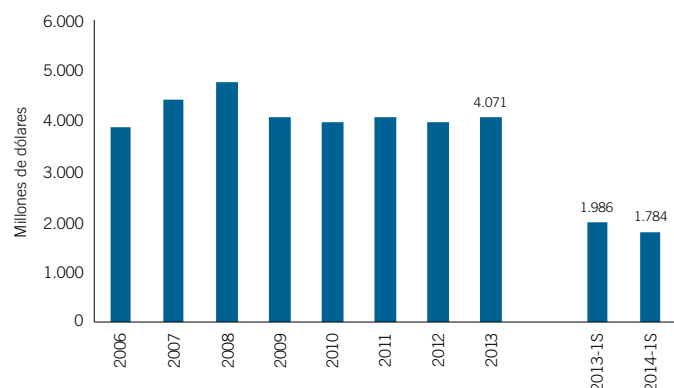


Nota: Para el 2013 el déficit de rentas como porcentaje del PIB se calculó con base en el PIB del primer semestre.

Fuente: Banco de la República - BOP.

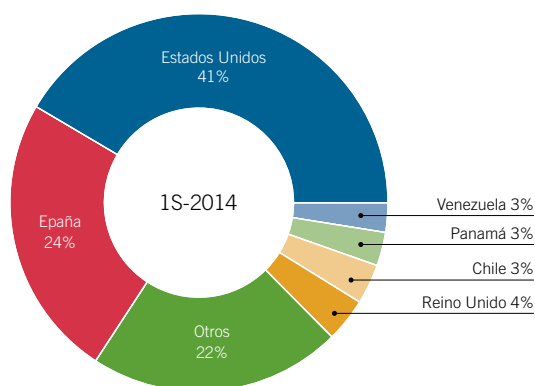
II Gráfico 25. Comportamiento de las remesas

A. Evolución de las remesas



Fuente: Banco de la República.

B. Distribución de las remesas por país de origen



1.2.2. Cuenta financiera

Al primer semestre del año en curso, la cuenta financiera de la balanza de pagos incluyendo los activos de reserva presentó un superávit de 7.950 millones de dólares, correspondiente a un 4,4% del PIB. El anterior monto está por encima del registro del mismo periodo de 2013 en 2.878 millones de dólares, y es el resultado de ingresos de inversión extranjera excepcionalmente altos.

En particular, las entradas de capital extranjero entre enero y junio de 2014 alcanzaron un monto de 18.727 millones de dólares, exhibiendo una variación anual positiva del 23,3% (3.533 millones de dólares). En cuanto a las salidas de capital colombiano al exterior, se registraron 8.985 millones de dólares para la constitución de activos en el exterior, flujo superior en 2.982 millones de dólares a las inversiones observadas el año anterior.

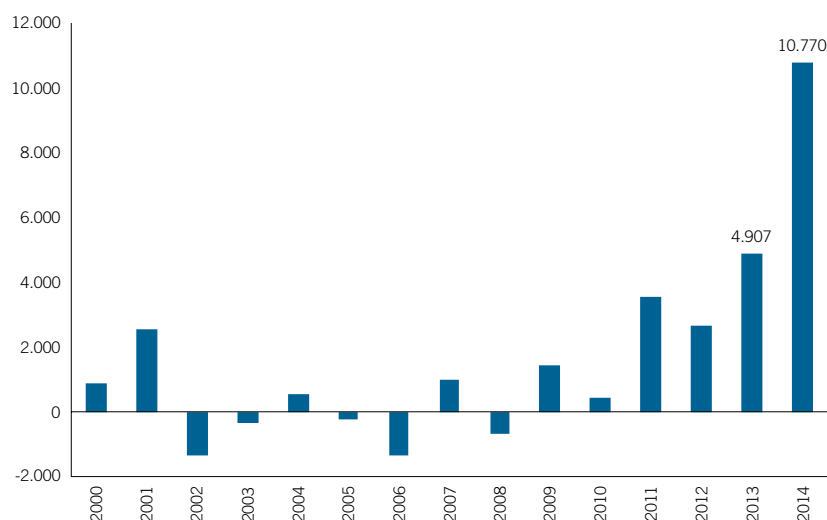
El creciente dinamismo de los ingresos de capital extranjero se concentró en el aumento de las inversiones extranjeras de portafolio, que en el periodo de análisis fueron superiores en 5.863 millones de dólares frente al primer semestre de 2013, y ostentan una participación del

57,5% en el total de ingresos de inversión extranjera que ingresaron al país.

Como viene sucediendo desde el año 2013, con un monto dos veces superior al de 2012, la inversión de portafolio en 2014 volvió a duplicarse y se ubicó con corte a junio del año en curso en 10.770 millones de dólares (5,9% del PIB) (Gráfico 26). Si bien, las cifras de inversión de cartera de los dos últimos años han estado vinculadas a los beneficios otorgados en la reforma tributaria (Ley 1607 de 2012) a los portafolios internacionales, en el período más reciente han estado respondiendo al rebalanceo de los índices de J.P. Morgan, que fue noticia el 19 de marzo de 2014. Precisamente, cuando se efectúa la descomposición de los ingresos por inversiones de cartera se evidencia que el 81,4% de estos recursos se originaron en la colocación de títulos de deuda en los mercados internacionales y en el local, y el 18,6% en la compra de acciones en el mercado local por parte de inversionistas internacionales.

Asimismo, el mayor dinamismo de los ingresos de capital extranjero estuvo influenciado por un valor de 8.452 millones de dólares en Inversión Extranjera Directa (IED) (4,6% del PIB), rubro que presentó un crecimiento anual del 9,8%

■ Gráfico 26. Inversión en portafolio primer semestre (2000-2014)



Fuente: Banco de la República - BOP.

(755 millones de dólares). Como se puede observar en el Gráfico 27, este tipo de inversión ha mostrado un menor ritmo de crecimiento en los últimos tres años, pero conserva niveles históricamente altos.

Específicamente, la IED en el primer semestre del año se repartió por sectores productivos en dos grandes grupos. El 52,1% de estos ingresos se agruparon en los sectores de petróleo y minería (3.350 millones de dólares), y el restante 47,9% en los sectores de manufacturas, servicios y transporte (5.388 millones de dólares). Lo interesante de este análisis reside en la recomposición entre sectores de esta inversión frente al mismo semestre de 2013. Es así como en el transcurso de este año, la participación de las industrias extractivas en el total de IED se redujo entre enero y junio de 2014 en 8,7 pps y el de comercio en 3,8 pps, porcentaje que fue adjudicado principalmente al sector de manufacturas (7,0 pps), transporte (1,7 pps) y servicios financieros (2,0 pps) (Gráfico 28).

En este contexto, donde se ha logrado un aumento significativo de la inversión extranjera en el país, es preciso notar

dos mensajes muy relevantes. El primero de ellos se deriva de la recomposición que se ha venido observando entre los dos tipos de inversión extranjera, con una desaceleración en la entrada de inversión extranjera directa que fue sobrecompensada con un incremento significativo de los flujos de portafolio, y que señala, para los próximos años, un importante cambio en la composición de la financiación del déficit de cuenta corriente. Un segundo mensaje es que la economía colombiana se ha posicionado como un destino muy atractivo de la inversión extranjera en Latinoamérica, no solo por contar en un crecimiento sostenido del PIB y estabilidad en sus fundamentales, sino porque hay mayores factores de confianza e incentivos

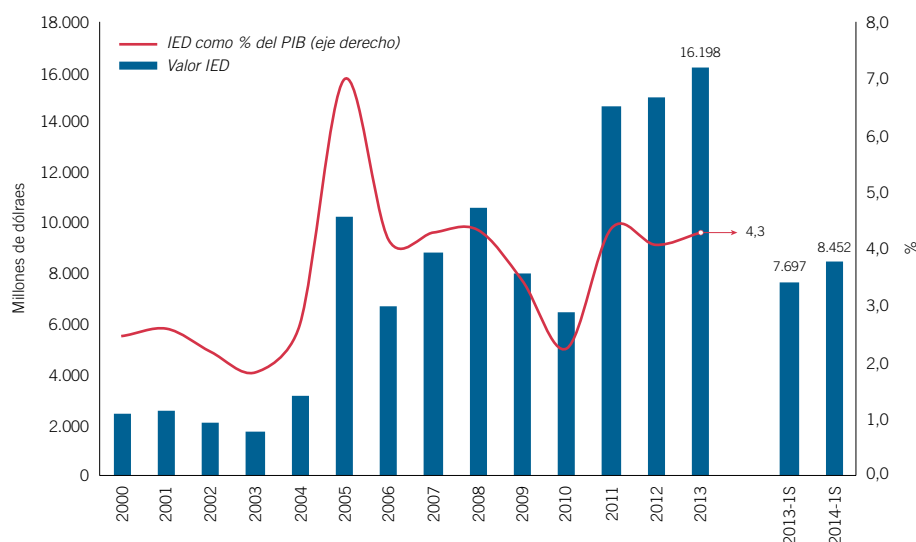
para que los inversionistas accedan a nuestro mercado de bienes y de servicios financieros.

Finalmente, como una última subcuenta de la cuenta de capital se presentan los activos de reserva. Este rubro en lo corrido de 2014 ha presentado un menor dinamismo frente a lo sucedido a lo largo de 2013. En el primer semestre de 2014, por transacciones de balanza de pagos se han acumulado 1.791 millones de dólares en reservas internacionales brutas frente a un total de 4.120 millones de dólares en la primera mitad de 2013, resultado de compras netas de divisas a los intermediarios cambiarios por 1.600 millones, ingresos por rendimiento neto de las reservas internacionales por 207 millones y egresos netos por otras operaciones del Banco de la República por 15 millones de dólares. Básicamente, para los primeros tres meses de 2014 la autoridad monetaria estableció un programa de compras de reservas internacionales con el propósito de acumular hasta 1.000 millones de dólares, esquema que se postergó por tres meses más. En el mes de junio, ante la fuerte apreciación de la moneda, se propuso incrementar el monto de compras de reservas internacionales durante el tercer trimestre del año y acumular

hasta 2.000 millones de dólares entre los meses de julio y septiembre. La anterior estructura de compras de reservas internacionales hace que el saldo del primer semestre de 2014 en poder del Banco de la República sea de 45.502 millones de dólares (Gráfico 29).

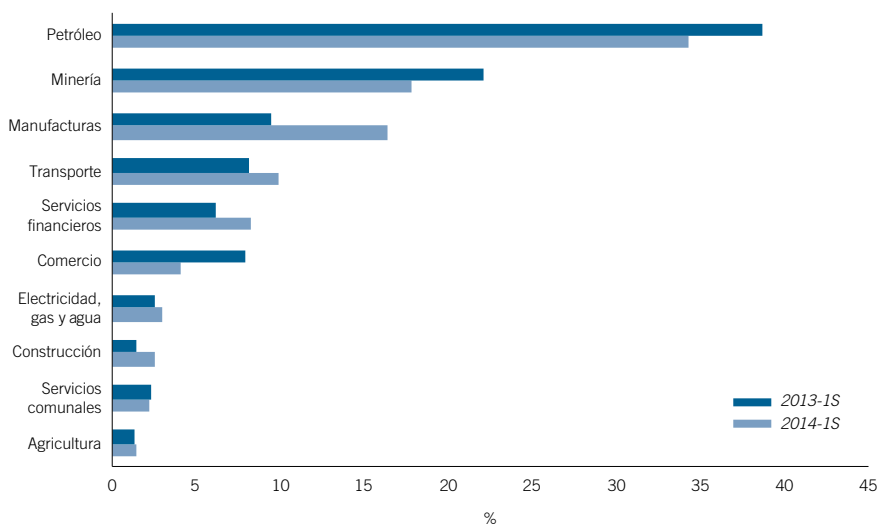
Los activos de reserva, por definición, constituyen un indicador económico que captura los recursos con los que dispone el país para respaldar sus pasivos o para enfrentar una salida masiva de capitales o un menor financiamiento externo. En este orden de ideas, se presentan a continua-

II Gráfico 27. Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED)



Fuente: Banco de la República - BOP.

II Gráfico 28. Participación de los sectores productivos en el total de IED (2014-1S vs. 2013-1S)

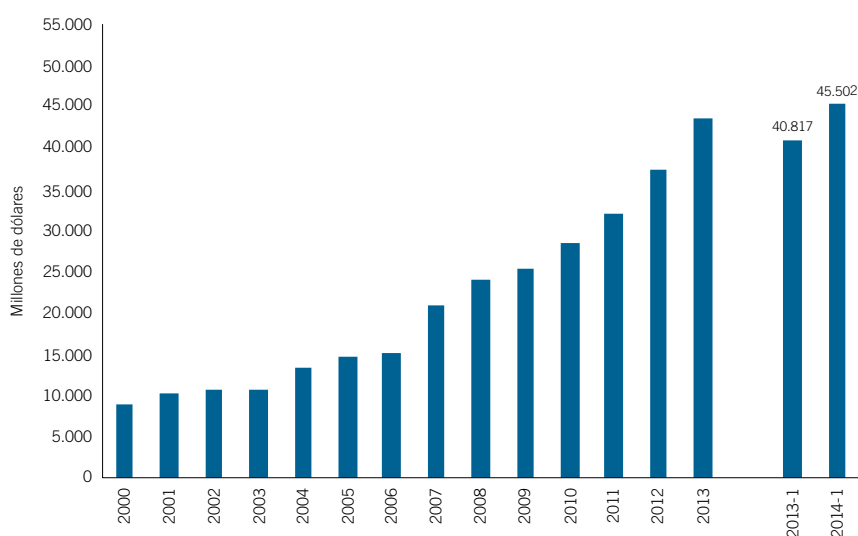


Fuente: Banco de la República.

ción algunos indicadores de vulnerabilidad financiera que incorporan el saldo de reservas internacionales netas (RIN) (Cuadro 10). Estos indicadores revelan que desde el 2012 el nivel de RIN se mantiene por encima del 10% del PIB, y que este monto es capaz de cubrir el 47% de la deuda

externa, el 27% de la emisión de moneda local y el 72% de las importaciones anuales. Lo anterior es un mensaje de tranquilidad para la economía, con un amplio margen de maniobra para suavizar los impactos sobre la cuenta corriente frente a un repentino cierre del financiamiento externo.

■ Gráfico 29. Evolución de las reservas internacionales netas



Fuente: Banco de la República - BOP.

■ Cuadro 10. Indicadores de vulnerabilidad externa
(Porcentaje)

Indicador	2006	2008	2010	2012	2013	2014-IS
RIN/Deuda externa	38,5	51,8	43,9	47,6	47,5	47,1
RIN/Importaciones anuales	59,0	60,6	70,3	63,4	73,5	72,4
RIN/PIB	9,5	9,8	9,9	10,1	11,5	11,8
RIN/M2	29,8	28,0	27,6	24,8	26,6	27,8

Fuente: Banco de la República - cálculos Fedesarrollo.

1.3. Evolución de la tasa de cambio nominal y real

Desde mayo del año pasado se han presentado dos elementos externos que han incidido en la dinámica de las tasas de cambio de los países emergentes. El primero de estos elementos ha estado centrado en la política monetaria en los Estados Unidos. Las expectativas sobre el desmonte del plan de compras de activos por parte de la Reserva Federal (FED) y su posterior ejecución, tuvo un impacto particularmente pronunciado durante el año pasado y comienzos de 2014. El segundo elemento, estuvo relacionado con algunos temores sobre el comportamiento de algunas economías emergentes que podían resultar particularmente vulnerables a choques externos⁵. Dichos temores se redujeron durante el segundo trimestre de 2014 generando una pausa en la depreciación de las monedas emergentes, y en el caso particular de Colombia, la reponderación de Colombia en los índices de deuda pública de JP Morgan acentuó la apreciación en el peso colombiano. Ahora bien, durante los últimos dos meses, el fin del rebalanco de los índices de JP Morgan, el mal desempeño de los precios de las materias primas y el débil comportamiento de los países emergentes han creado una nueva senda alcista del peso colombiano (Gráfico 30, Panel A y B).

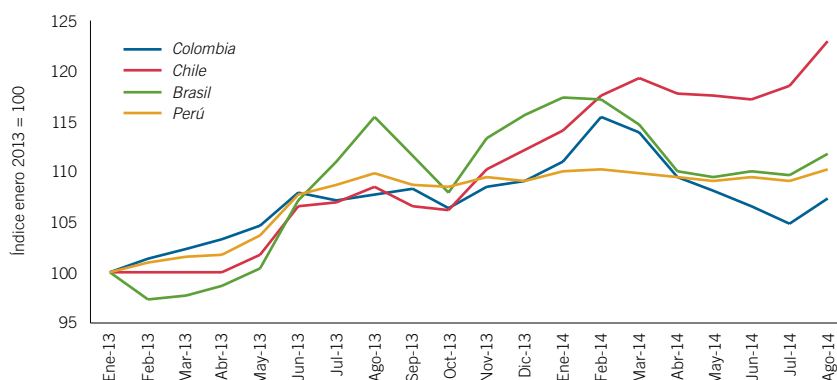
Con respecto a la tasa de cambio real, el efecto de la devaluación nominal, junto con las expectativas de inflación doméstica y externa, abren la posibilidad de observar

■ Gráfico 30. Evolución de la tasa de cambio

A. Comportamiento diario de la TRM



B. Tasas de cambio Latinoamérica



Fuente: Banco de la República.

devaluaciones reales en lo que resta del año y en el 2015 (Gráfico 31).

2. Proyecciones balanza de pagos 2014-2018

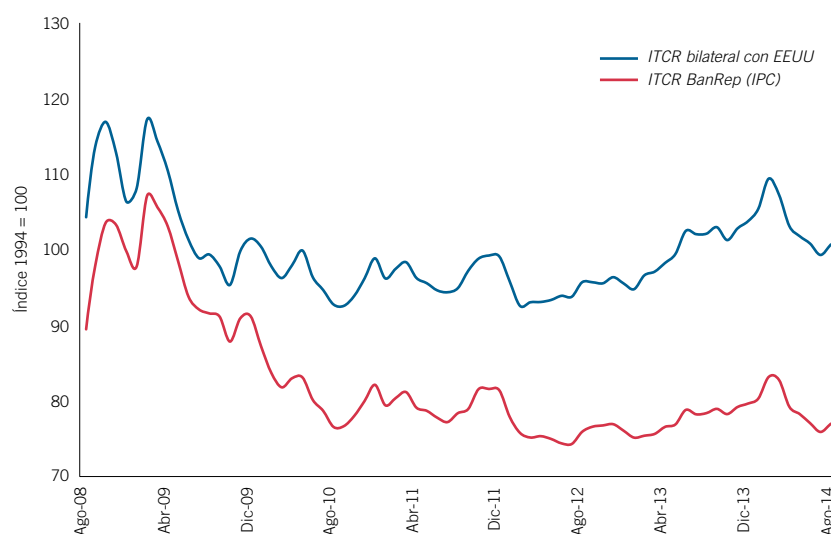
El modelo de pronóstico realizado por Fedesarrollo para la balanza de pagos, permite analizar tres escenarios para la cuenta corriente: base, alto y bajo, los cuales corresponden a las alternativas contempladas en el capítulo anterior para el

⁵ Dentro de los países que generaban mayores preocupaciones, en particular por sus grandes déficits en la cuenta corriente, sobresalían Brasil, India, Indonesia, Sudáfrica y Turquía.

crecimiento del PIB (Cuadro 11). Tal como se puede observar en los supuestos, los distintos escenarios responden a cambios en los precios y producción de los principales *commodities* del país, así como al crecimiento de los socios comerciales.

En el escenario base, se espera un deterioro en la cuenta corriente para los próximos años, producto del débil dinamismo del sector minero energético. En efecto, para el año 2014, el balance en cuenta corriente llegaría a niveles

■ Gráfico 31. Tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República - DANE.

■ Cuadro 11. Escenarios alternativos para la balanza de pagos 2013-2018 (% del PIB)

	Escenarios	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Cuenta corriente	Alto		-3,7	-3,1	-2,9	-2,9	-2,9
	Base	-3,4	-4,2	-4,1	-3,8	-3,9	-4,0
	Bajo		-4,4	-4,3	-4,1	-4,2	-4,3
Balanza comercial	Alto		0,0	0,2	0,3	-0,1	-0,1
	Base	0,8	-0,2	0,2	0,2	-0,1	-0,4
	Bajo		-0,6	-0,5	-0,6	-1,2	-1,8
Exportaciones	Alto		15,9	15,9	15,7	15,4	15,1
	Base	16,1	15,1	15,5	15,5	15,3	15,1
	Bajo		14,6	14,6	14,3	13,8	13,3
Importaciones	Alto		15,9	15,7	15,4	15,5	15,6
	Base	15,2	15,3	15,3	15,3	15,4	15,5
	Bajo		15,2	15,1	14,9	15,0	15,1
Cuenta de capital y financiera	Alto						
	Base	5,1	4,4	4,3	4,1	4,2	4,2
	Bajo						

Fuente: Modelo de balanza de pagos de Fedesarrollo.

de 4,2% del PIB. Para los siguientes años, dicho déficit bajaría ligeramente y se mantendría en un rango entre un 3,8 y 4,2%. En cuanto a la cuenta de capital y financiera, se espera una disminución del superávit por cuenta de un menor crecimiento en la Inversión Extranjera Directa para los próximos años.

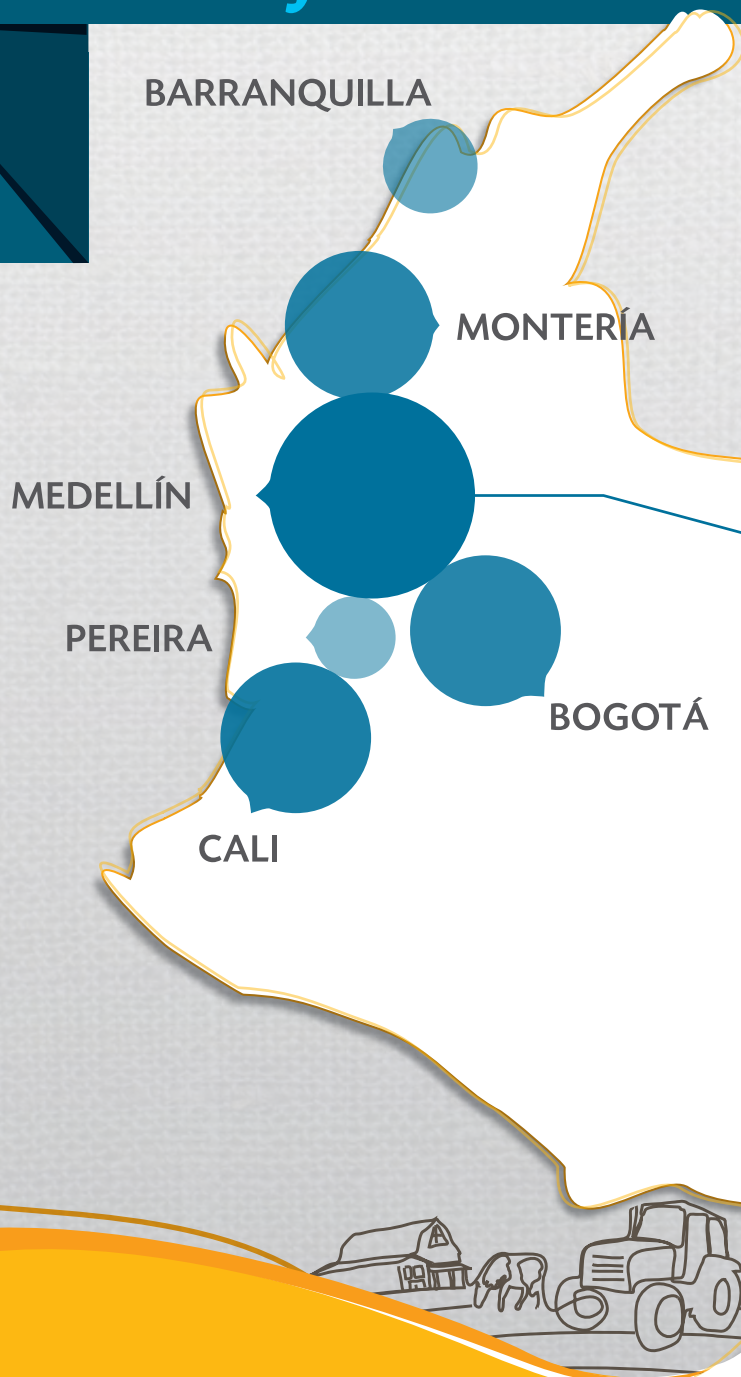
En cuanto al escenario más optimista sobre el crecimiento económico (escenario alto), se espera un menor déficit en cuenta corriente como consecuencia de unas mayores exportaciones minero -energéticas. Cabe tener en cuenta, que este efecto se compensaría parcialmente por unas mayores importaciones de bienes y servicios.

Por su parte, en el escenario bajo se espera un deterioro de la cuenta corriente a niveles significativos dentro del horizonte de análisis. Vale la pena resaltar que la preocupación sobre el impacto que los precios de las materias

primas tendrían sobre las cuentas externas del país se ha acentuado desde finales de junio, momento en el cual, los precios del petróleo comenzaron una fuerte tendencia descendente después de haber oscilado en niveles cercanos a los 100 dólares por barril durante el primer semestre. Dicho comportamiento, de acuerdo a los analistas internacionales de materias primas, es consecuencia tanto de factores de oferta como de demanda, los cuales podrían persistir en el mediano plazo. Por lo tanto, dentro del balance de riesgos, el escenario bajista -generado por los choques en los términos de intercambio- ha incrementado su probabilidad recientemente. En el caso que la economía colombiana presente una coyuntura desfavorable, tanto en precios como en producción de materias primas energéticas, nuestras proyecciones señalan el déficit de balanza comercial pasaría de -0,2% del PIB a -1,7% del PIB en 2018, mientras que la cuenta corriente podría llegar a niveles de déficit cercanos al 5% del PIB.

Ven y conoce todo un portafolio a tu servicio

Red de Oficinas CFA



ANTIOQUIA

Alpujarra Medellín	Itagüí
Andes	La Playa Medellín
Apartadó	La Sierra (Puerto Nare)
Aranjuez Medellín	Liborina
Barbosa	Puerto Berrío
Bellavista Donmatías	Remedios
Bello	Rionegro
Briceño	Salgar
Caucasia	San Jerónimo
Cisneros	San José del Nus
Ciudad Bolívar	Santa Fe de Antioquia
Concordia	San Pedro
Copacabana	Santa Rosa de Osos
Donmatías	Segovia
Envigado	Sopetrán
Girardota	Urrao
Hispania	Yarumal

SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA
VIGILADO

CFA, tejiendo sueños logramos realidades y construimos futuro.

Línea audio respuesta **JOCEFA: 232 00 11**
Resto del país línea gratuita: **01 8000 421827**

www.cfa.com.co

Síguenos en la redes sociales:



Ahorro, Crédito y Beneficios

CFA

COOPERATIVA FINANCIERA DE ANTIOQUIA

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

1.1. Balance de la regla fiscal y el Marco Fiscal de Mediano Plazo

Con el fin de conseguir una senda fiscal sostenible, reducir los niveles de deuda y disminuir el costo del financiamiento, las autoridades fiscales colombianas optaron por implementar una serie de mecanismos para garantizar el orden y el control de las finanzas públicas, lo que ha resultado en una evolución favorable de los balances fiscales en los últimos años. Entre las medidas implementadas se destaca la Ley 1473 de 2011 -conocida como la Regla Fiscal-, la cual establece una senda monótona decreciente para el déficit fiscal estructural⁶ del Gobierno Nacional Central, situándolo en niveles inferiores al 2,3%, 1,9% y 1% del PIB para los años 2014, 2018 y 2022 respectivamente. El hecho que las metas de la Regla Fiscal esten en referencia al déficit estructural permitiría al gobierno efectuar gasto contracíclico en caso que la economía no muestre una evolución favorable, y además blinda el cumplimiento de esta medida a desviaciones en variables como el precio del petróleo y el crecimiento del PIB.

En este sentido, en el informe anexo al Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) publicado en junio de 2014, el Ministerio de Hacienda mostró que en 2013 se logró cumplir con los lineamientos plasmados en la regla fiscal, en la medida que el déficit estructural del Gobierno Nacional Central (GNC) fue inferior al observado en 0,08 pps (Cuadro 12). En efecto, este déficit estructural se ubicó en 2,32% del PIB (\$16,36 billones), ligeramente por debajo de la cifra contable de déficit fiscal (2,36% del PIB). Lo anterior obedeció a que, por cuenta del

crecimiento del PIB menor al potencial, los ingresos cíclicos mostraron un saldo negativo de 680 mil millones de pesos, el cual se vio compensado parcialmente por el impacto positivo en 403 mil millones de pesos de los ingresos minero energéticos, a raíz de un precio del petróleo mayor al establecido como referencia de largo plazo (USD\$100 por barril).

Dejando de lado los ajustes de la contabilidad para el cálculo del déficit fiscal estructural, en el MFMP se destacan algunos hechos respecto al cierre de 2013. En primer lugar, se presentó un ligero incremento en el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC); en segunda instancia, el Sector Descentralizado tuvo una caída sustancial en su balance; y finalmente, se observó un aumento en los niveles de deuda del Sector Público No Financiero (SPNF). En cuanto a lo corrido de 2014, si bien el recaudo tributario en el primer semestre del año se mostró dinámico (7,1% anual), las metas de ingresos tributarios propuestas en el MFMP van a ser difíciles de conseguir, puesto que el incremento estimado por el Ministerio es de 12%.

1.2. Balance fiscal 2013 y perspectivas 2014

1.2.1. Sector Público Consolidado

En el cierre de 2013, el Sector Público Consolidado exhibió un déficit fiscal de \$6,2 billones de pesos (0,9% del PIB), el cual contrasta con el superávit de 0,3% del PIB registrado en 2012 (Cuadro 13). Esta fuerte caída se explicó principalmente por la evolución de la cuenta de Seguridad Social, afectando el balance del Sector Descentralizado y llevando a que este cayera en 1,4% del PIB.

⁶ El déficit estructural es aquel que se obtiene al descontar los efectos cíclicos asociados a los precios del petróleo y la brecha del PIB.

En 2014 se espera nuevamente un deterioro en el balance del Sector Público Consolidado (a 1,6% del PIB, frente al 0,9% del 2013), en esta ocasión por la evolución desfavorable de la cuenta de Regionales y Locales a raíz de la mayor ejecución esperada en los presupuestos de las gobernaciones y las alcaldías. Por el lado del Gobierno Nacional Central, si bien el déficit se mantendrá constante como porcentaje del PIB, existen importantes cambios al interior de su estructura tanto de ingresos como gastos.

1.2.2. Sector Descentralizado

Aunque el balance del Sector Descentralizado se mantuvo superavitario, se observó una caída significativa en la medida que éste pasó de ser \$18,7 billones en 2012 (2,8% del PIB) a \$9,97 billones en 2013 (1,4% del PIB). Esta reducción se explicó principalmente por la evolución del rubro de Seguridad Social, cuyo superávit en 2012 fue atípicamente alto gracias al ahorro que realizó el Fonpet para el pago de las

■ Cuadro 12. Déficit estructural del GNC

	2012		2013		2014*	
	\$MM	% del PIB	\$MM	% del PIB	\$MM	% del PIB
Ingresos totales	107.067	16,1	119.744	16,94	129.973	17,05
Ingresos estructurales	106.375	16	120.022	16,98	130.789	17,16
Ingresos cíclicos	692	0,1	-277	-0,04	-817	-0,11
Gastos totales	122.507	18,4	136.390	19,3	148.435	19,47
Gastos estructurales	122.507	18,4	136.390	19,3	148.435	19,47
Gastos cíclicos	0	0	0	0	0	0
Balance total	-15.440	-2,3	-16.645	-2,36	-18.462	-2,42
Balance estructural	-16.132	-2,4	-16.368	-2,32	-17.645	-2,31
Balance cíclico	692	0,1	-277	-0,04	-817	-0,11

* El dato de 2014 es una proyección.

Fuente: Ministerio de Hacienda.

■ Cuadro 13. Balance Fiscal del Sector Público Consolidado

	\$MM			% del PIB		
	2012	2013	2014*	2012	2013	2014*
Sector Público No Financiero	3.345	-6.673	-11.810	0,5	-0,9	-1,5
Gobierno Nacional Central	-15.440	-16.645	-18.462	-2,3	-2,4	-2,4
Sector Descentralizado	18.784	9.972	6.652	2,8	1,4	0,9
Sector Público Financiero	286	-99	-338	0	0	0
Balance Cuasifiscal del BanRep	-608	-831	-869	-0,1	-0,1	-0,1
Balance de Fogafin	894	732	531	0,1	0,1	0,1
Sector Público Consolidado	3.345	-6.673	-12.191	0,5	-0,9	-1,6

* Proyecciones.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

pensiones futuras de las entidades territoriales. Adicionalmente, los menores rendimientos financieros del portafolio en TES y la unificación de los beneficios de los regímenes contributivo y subsidiado, con la mayor carga en el Fondo de Solidaridad y Garantía en Salud (Fosyga), llevaron a que el superávit de Seguridad Social cayera de 1,4% del PIB en 2012 a 0,3% del PIB en 2013.

Para el 2014 se espera que el superávit del Sector Descentralizado se ubique en 0,9% del PIB, exhibiendo nuevamente una reducción frente a lo registrado en 2013 (1,4% del PIB). Esto obedecería a la caída esperada en el balance de Regionales y Locales, que pasaría de 1,2% del PIB en 2013 a 0,5% del PIB en 2014, a raíz del dinamismo esperado en el gasto (9,6%) frente al menor crecimiento en los ingresos (1,8%). El mayor aumento en los gastos estaría explicado por el aumento de la inversión en un 22,7%⁷, llevando este monto a los \$5,3 billones, el cual sería cubierto tanto por los recursos propios de estas entidades como por los del Fondo Nacional de Regalías (FNR). Ahora bien, el menor superávit en Regionales y Locales estaría compensado parcialmente por un ligero incremento en el balance de Seguridad Social (0,3% del PIB en 2013 vs 0,5% del PIB en 2014), por cuenta de una recuperación en los rendimientos financieros de pensiones y cesantías, lo cual compensaría el impacto negativo de la financiación de los regímenes contributivos y subsidiados por parte del Fosyga.

1.2.3. Gobierno Nacional Central

En 2013, mientras los ingresos del GNC superaron los 119 billones de pesos (16,9% del PIB), los gastos fueron ligeramente mayores a los \$137 billones (19,3% PIB), por lo que el déficit se ubicó en 2,4% del PIB, por encima del 2,3% del PIB observado en 2012. Este aumento en el déficit

no afectó el cumplimiento de la Regla Fiscal por cuanto se estimó un desfase de una décima de punto porcentual del PIB entre el déficit observado y el estructural, consecuencia de un PIB cíclico ligeramente por debajo del potencial. El comportamiento de las cuentas fiscales del GNC, además, estuvo en línea con lo previsto en el MFMP un año atrás, salvo en el rubro de inversión, el cual alcanzó un máximo histórico de 3,3% del PIB como consecuencia de la implementación del Plan de Impulso a la Productividad y el Empleo (PIPE). En cuanto a la deuda bruta del GNC, esta se incrementó en este periodo (37,3% del PIB en 2013 frente a 34,5% del PIB en 2012), por cuenta del mayor saldo en la emisión de bonos y la depreciación promedio superior al 4%, incidiendo sobre los niveles de deuda externa como porcentaje del PIB.

Para el 2014, el Ministerio espera que el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central se mantenga en 2,4% del PIB, valor que resulta de la comparación entre los ingresos estimados en \$129,9 billones (17% del PIB) y los gastos previstos en \$148,4 billones (19,4% del PIB). Tanto los ingresos como los gastos se incrementan apenas en 0,1% del PIB, pero vale la pena resaltar cambios importantes en su composición. En primer lugar, se tiene un incremento del recaudo tributario por concepto del CREE, el cual se espera pase de 0,4% del PIB a 1,6% del PIB en 2014, compensando con creces la caída en los recursos generados por el impuesto de renta, de tal forma que su efecto neto es un aumento en el recaudo de 0,4% del PIB. En segunda instancia, el Gobierno estima una caída en los ingresos por recursos de capital, principalmente por una reducción en el pago de dividendos de Ecopetrol, a lo cual se suma el hecho de que en 2014, a diferencia de 2013, el Gobierno Nacional no recibirá transferencias de márgenes de comercialización de la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH). Finalmente, por el lado de gastos, se espera que los destinados a funcionamiento

⁷ Según la DAF, en el 2013 se observó una aceleración en los compromisos de gasto, sin que se presentara un aumento correspondiente en los pagos efectivos, por lo que es razonable creer que estos se harán en el presente año.

se incrementen en 0,6% del PIB, a costa de la reducción en los montos destinados a la inversión.

Respecto al cumplimiento de la Regla Fiscal, se espera que en el 2014 los ingresos cíclicos arrojen un saldo negativo de \$817 mil millones (0,11% del PIB), hecho que ubicaría al déficit estructural en 2,31% del PIB, en línea con los objetivos plasmados en la Ley 1473 de 2011.

1.3. Recaudo Tributario en el primer semestre de 2014

En el primer semestre del año los ingresos tributarios se incrementaron en un 7,1% frente al mismo periodo del año pasado (Gráfico 32). Si bien este aumento parece ser dinámico, refleja un reto importante en términos de recaudo durante el segundo semestre, toda vez que se estimaba que para el año completo los ingresos tributarios se iban a incrementar en un 12%. Adicionalmente, al observar por tipo de impuesto, se encuentran diferencias entre lo acontecido en el primer semestre del año y lo previsto por el Ministerio meses atrás.

En el Marco Fiscal de Mediano Plazo se estimó que los ingresos tributarios aumentarían en 0,5% del PIB, consecuencia de un incremento del 14% en el ingreso anual conjunto del impuesto de renta y CREE y de un 13% anual en el IVA y el impuesto al consumo (0,4% y 0,2% adicional). Sin embargo, el aumento en los ingresos tributarios conjuntos del CREE y Renta en el primer semestre ha sido de apenas 3,5%, pese al dinamismo en el recaudo del CREE. En contraparte, el recaudo tributario proveniente del IVA y del impuesto al consumo se incrementó en un 22,7%, lo que ha permitido mitigar la evo-

lución desfavorable en los ingresos provenientes por renta. Este hecho ha sido consistente con los buenos niveles de ventas del comercio junto con el crecimiento del 5,3% en el consumo de los hogares del primer semestre del año.

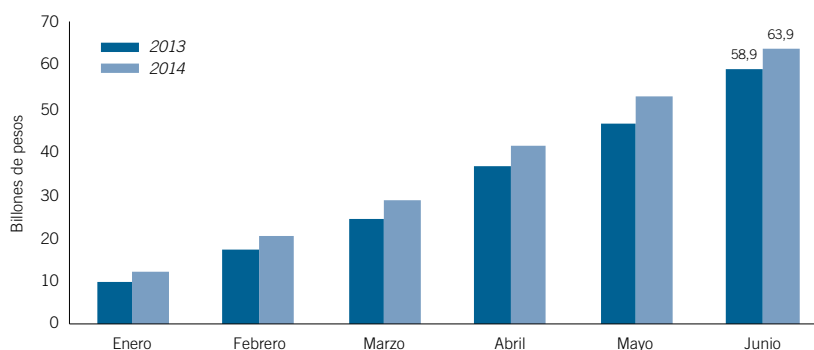
2. Proyecciones

2.1. Presupuesto 2015: lo urgente

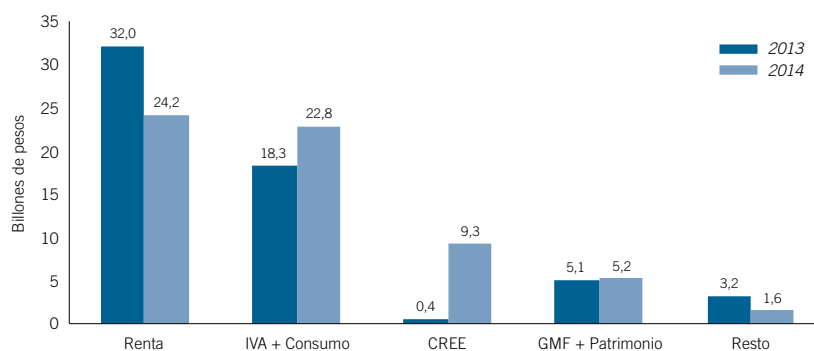
La presentación del proyecto de PGN para 2015 por parte del Ministerio de Hacienda llamó la atención de la opinión pública, toda vez que esta entidad reconocía un faltante de recursos y planteaba la necesidad de una Ley de Financiamiento o una nueva reforma tributaria para financiar el presupuesto sin incumplir la Regla Fiscal.

II Gráfico 32. Evolución del recaudo tributario

A. Recaudo total acumulado



B. Recaudo primer semestre por tipo de impuesto



Fuente: DIAN.

En detalle, el presupuesto para 2015 asciende a \$216,2 billones y presenta un crecimiento anual de 6,4% con respecto al presente año (Cuadro 14). De estos, cerca de \$119,4 billones corresponden a gastos de funcionamiento, mientras la inversión se sitúa en \$49,2 billones, presentando incrementos anuales de 4,9% y 5,1% respectivamente. De acuerdo con el Ministerio de Hacienda, los sectores que más recursos recibirían serían educación (\$29,4 billones), defensa (\$28,1 billones) y trabajo (\$26,6 billones).

En materia de ingresos, el Ministerio estima que estos se ubicarán en \$203,7 billones, de los cuales cerca de \$103,1 billones corresponden a los ingresos corrientes, mientras el restante provendría principalmente de los recursos de capital, fondos especiales, rentas parafiscales y establecimientos públicos.

Ahora bien, al comparar estos ingresos previstos con los gastos estipulados en el presupuesto, se observa un faltante de cerca de 12,5 billones de pesos. Así, ante la necesidad de recaudar este monto para financiar los diversos rubros sin incumplir la Regla Fiscal, el Ministerio de Hacienda presentó finalmente al Congreso un paquete de medidas bajo la figura de una nueva reforma tributaria. En primer lugar, se propone eliminar la devolución de los puntos del IVA que tenía el pago con tarjetas de crédito o débito, bajo el argumento de que esa devolución ya no es eficaz para aumentar los niveles de profundización financiera y que, en cambio, se aprobó la ley

de inclusión financiera. En segunda instancia, se mantendría el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) en 4x1.000, pese a que este gravamen es considerado antitécnico por la mayoría de los analistas económicos. En tercer lugar, se creó el impuesto a la riqueza, que gravaría con tasas marginales a los patrimonios brutos netos de deuda superiores a mil millones de pesos. La cuarta medida consiste en una sobretasa al CREE de tres puntos que aplicaría a empresas con base gravable superior a los mil millones de pesos. Finalmente, se reúnen algunos elementos que brindarían a la DIAN mecanismos de lucha contra la evasión. Específicamente, se establece el Impuesto Complementario de Normalización Tributaria, el cual viene acompañado de la tipificación penal para la omisión de activos o declaración de pasivos inexistentes iguales a superiores a los ocho mil millones de pesos.

En adición a estas medidas, el Gobierno anunció el ahorro de un billón de pesos en los gastos de funcionamiento. Para ello, en el proyecto de ley del presupuesto quedará explícito un artículo que obliga a una reducción en los gastos generales del 10%, con excepción del sector de Defensa y el de gastos electorales. Los gastos de publicidad se reducirán en un 40%, mientras que los rubros correspondientes a viajes, celulares y papelería caerían un 15%.

Dicho lo anterior, es inevitable expresar que la propuesta específica del gobierno para cubrir el faltante presupuestal del

II Cuadro 14. Presupuesto General de la Nación 2014-2015 (Usos)

	Billones de pesos		Variación %	% del PIB	
	2014	2015		2014	2015
A. Funcionamiento	113,8	119,4	4,9	14,9	14,5
B. Inversión	46,8	49,2	5,1	6,1	6,0
C. Total presupuesto sin deuda	160,7	168,6	4,9	21,1	20,5
D. Intereses y amortizaciones	42,5	47,5	11,8	5,6	5,8
E. Total presupuesto	203,1	216,1	6,4	26,6	26,2

Fuente: Ministerio de Hacienda.

2015 genera al menos dos tipos de inquietudes. La primera de ellas es que la propuesta no avanza hacia una reforma estructural del muy ineficiente y poco equitativo sistema tributario colombiano y que el recaudo que genera es probablemente insuficiente para cubrir las necesidades del cuatrienio.

2.2. Proyecciones Mediano Plazo: lo importante

En el Marco Fiscal de Mediano Plazo publicado en junio de 2014, el Ministerio de Hacienda expuso la estrategia fiscal para los próximos doce años, mostrando la trayectoria estimada de ingresos y egresos del GNC. Sin embargo, estas cifras estarían subestimadas en la medida que no contiene gran parte de las necesidades urgentes que deben ser cubiertas en el segundo periodo del Presidente Santos.

En este sentido, es importante resaltar que existen varias prioridades de política pública que implicarán aumentos en el gasto público en el próximo cuatrienio y por lo tanto presiones fiscales con respecto a lo contemplado en el Marco Fiscal de Mediano Plazo. Los estimativos sugeridos en el trabajo de Villar y Forero (2014) son del orden de 2,1% del PIB, distribuidos en 0,4% en gastos adicionales asociados a la primera infancia, 0,3% a mejoras en la calidad educativa, 0,8% en saneamiento a la salud, 0,2% a pensiones y 0,4% del PIB a promoción rural⁸. Aunque estos elementos sin duda van a estar en discusiones posteriores e implican la posibilidad de ajustes tributarios, nuestro análisis de riesgo en la evolución de las finanzas públicas se centra en los diferentes escenarios macroeconómicos expuestos en la última subsección.

2.2.1. Escenarios

Los supuestos del escenario base modelado por Fedesarrollo difieren del presentado por el Ministerio de Hacienda en su

Marco Fiscal de Mediano Plazo. Primero, el promedio de crecimiento del PIB de 4,9% estipulado por el Ministerio de Hacienda en el MFMP es más optimista al previsto por Fedesarrollo, donde esperamos que la economía colombiana tenga un crecimiento promedio de 4,6% en los próximos cuatro años en el escenario base. En segundo lugar, con respecto a la renta petrolera, el Ministerio asume que a partir de 2015 la producción de petróleo crecerá un 4% anual, mientras los precios de referencia lo harán al 1%, mientras en nuestro escenario base, si bien se espera una trayectoria de producción similar, la trayectoria de los precios de petróleo y el carbón es considerablemente más pesimista a la prevista por el Ministerio. Así, con supuestos más conservadores a los establecidos en el MFMP, se obtendría una senda de ingresos por debajo a la estimada por el Ministerio (Cuadro 15). Para saber cuál es el impacto de menores precios del petróleo, y de acuerdo con estimaciones realizadas por el mismo Ministerio de Hacienda, se encuentra que por cada dólar que se reduzca el precio promedio anual de un barril de petróleo, el balance del gobierno se ve afectado, de manera negativa, en 420.000 millones de pesos por año. Si se tiene en cuenta que en la diferencia entre las proyecciones del MFMP y las de Fedesarrollo son cercanas a los 15 dólares, el impacto sobre las finanzas de la Nación sería alrededor de 6 billones de pesos.

Por su parte, y aunque la devaluación del peso ayuda a mitigar este choque negativo, no se alcanzaría a compensar todo lo que se deja de recibir por el desplome del crudo. Aún si la tasa de cambio se sitúa en promedio en \$2,050 por dólar durante el próximo año, es decir cien pesos por encima de lo presupuestado en el MFMP, el efecto neto para las finanzas públicas sería de unos 3,3 billones de pesos; esto es, cerca de 0,5% del PIB, llevando el déficit del GNC a 2,9% en 2015. Esto implica que, en el escenario base, y ante las perspectivas de menores precios del petróleo, se

⁸ Cuadernos de Fedesarrollo No. 52, abril de 2014. Perspectivas Fiscales 2014-2018.

espera que el gobierno realice un esfuerzo tributario adicional durante el periodo de análisis para lograr cumplir con la senda de reducción del déficit.

En cuanto al escenario bajo se supone una materialización de los diversos riesgos que enfrenta la economía colombiana, que presentaría un crecimiento promedio de 3,7%, además de una depreciación del peso como consecuencia de menores flujos de inversión extranjera directa. Asimismo, los ingresos fiscales derivados de la actividad petrolera se reducirían sustancialmente por cuenta de la persistencia de los cuellos de botella en la producción de crudo y el aumento de la oferta internacional, llevando a que Estados Unidos logre altos niveles de sostenibilidad energética, lo cual reduciría sustancialmente el precio internacional del petróleo (por debajo de los USD\$80 por barril). Ahora, si bien la depreciación del peso tendría asociada un aumento de los ingresos fiscales por actividad exportadora, estos se verían compensados por los mayores niveles de gasto en intereses. En este escenario sería necesario un mayor incremento en el recaudo por cuenta de la implementación de

nuevas medidas tributarias. Aun así, el déficit fiscal total sería mayor al presentado en los otros escenarios en la medida que hay un componente cíclico negativo, el cual permitiría un mayor gasto sin incumplir la regla fiscal.

En el escenario alto, el cual presenta una menor probabilidad de ocurrencia, se supone que la economía colombiana mantendrá tasas de crecimiento promedio de 5,5% en los próximos cinco años, sustentada por masivos flujos de inversión extranjera que llevarían al tipo de cambio a niveles alrededor de \$1.900. Además, la actividad petrolera estaría dinamizada gracias a los mayores niveles de producción con una recuperación en el precio internacional del crudo. En consecuencia, los ingresos fiscales aumentarían en los próximos años a raíz de los mayores recaudos provenientes de la extracción del crudo y el dinamismo de las demás actividades económicas, hecho que sería mitigado parcialmente por los menores recursos fiscales de la actividad exportadora como consecuencia de la apreciación del peso. En este escenario se supone un menor déficit total en los próximos años por cuenta de un balance cíclico positivo (0,2% en 2018).

II Cuadro 15. Pronósticos fiscales Fedesarrollo

	2014	2015	2016	2017	2018
Escenario Base					
Ingresos GNC	17,0	16,5	17,2	17,8	18,5
Gastos GNC	19,4	19,4	19,4	19,9	20,4
Déficit GNC	-2,4	-2,9	-2,2	-2,1	-1,9
Escenario Alto					
Ingresos GNC	17,0	17,1	17,2	17,8	18,5
Gastos GNC	19,4	19,4	19,3	19,7	20,2
Déficit GNC	-2,4	-2,3	-2,1	-1,9	-1,7
Escenario Bajo					
Ingresos GNC	17,0	16,3	17,2	17,9	18,4
Gastos GNC	19,4	19,6	19,6	20,2	20,7
Déficit GNC	-2,4	-3,3	-2,4	-2,3	-2,3

Fuente: MFMP y cálculos Fedesarrollo.

Qué bueno es ver crecer nuestro dinero.

La Cuenta de Ahorros **Renta Premium Colpatría**, te ofrece más rentabilidad que un CDT y no te cobra cuota de manejo¹.



¡Solicítala ya!
en nuestras Oficinas Colpatría.

Renta Premium

¹ Consulta las características del producto y las tasas vigentes para cada mes en www.colpatria.com. La tasa depende del promedio de ahorro mensual. El no cobro de la cuota de manejo aplica para promedios disponibles mensuales mayores o iguales a \$5 millones.



del grupo Scotiabank



Producto protegido por
el Seguro de Depósitos
www.fogafin.gov.co

POLÍTICA MONETARIA Y VARIABLES FINANCIERAS

1. ¿Qué ha pasado en 2014?

Después de un 2013, en el que bajos niveles de inflación y un crecimiento del PIB por debajo de su potencial para el primer semestre llevaron al Banco de la República a tener una postura monetaria expansiva, en 2014 la inflación convergió rápidamente al punto medio del rango meta y el crecimiento de la economía mantuvo un comportamiento dinámico durante la primera mitad del año, por lo que la autoridad monetaria inició el proceso de normalización de la tasa de interés de intervención. Así, durante los dos primeros trimestres la cartera de crédito comenzó a recuperarse lentamente hasta abril, después de la desaceleración experimentada en 2013, con tasas de crecimiento real ligeramente superiores a las del año pasado y alrededor del 11%. Por su parte, los agregados monetarios, en línea con la política de tasa de interés de intervención al alza, han disminuido su ritmo de expansión y se espera que mantengan tasas de crecimiento relativamente estables durante lo que resta de 2014 y comienzos de 2015.

1.1. Tasas de interés

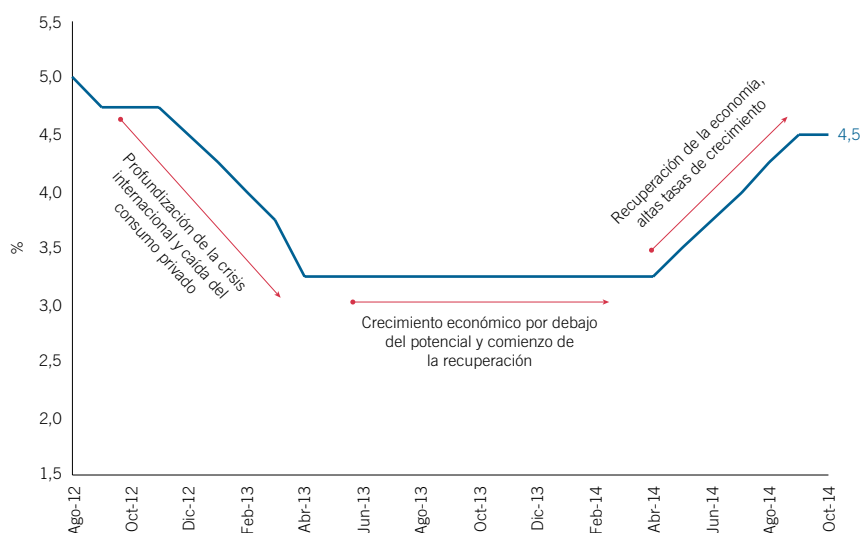
1.1.1. Tasa de intervención

Después de la profundización de la crisis internacional, y ante un crecimiento económico por debajo del potencial, el Banco de la República mantuvo por más de un año la tasa de intervención en 3,25% para estimular la recuperación de la economía. Sin embargo, ante síntomas de mejoría de la actividad económica, la

autoridad monetaria inició en su reunión de abril el proceso de incremento de la tasa de intervención (25 puntos básicos mensuales) hasta alcanzar 4,5% para el mes de septiembre (Gráfico 33). La Junta sustentó esta decisión considerando la dinámica positiva de la economía en la mayoría de los sectores y el hecho de que la tasa de interés real estaba por debajo de su nivel neutral.

El crecimiento de la economía en el primer semestre del año (5,4% anual) y la expectativa sobre el desempeño del PIB para lo que resta del año, sugiere que la tasa de intervención se mantendría alrededor de sus niveles actuales. Esto concluye al menos la Encuesta de Opinión Financiera, organizada por la Bolsa de Valores de Colombia (BVC) y Fedesarrollo, al indagar a analistas y administradores de portafolio sobre su expectativa de tasa de intervención a fin de año. Para el mes de octubre, el 82% de los analistas prevé que la tasa repo

■ Gráfico 33. Tasa Repo



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

se mantendrá en 4,5% al cierre de 2014. Cabe resaltar que estas expectativas se han visto alteradas por el movimiento de la tasa de intervención durante el año, pues apenas 15% de los encuestados en enero esperaban tasas de 4,5%.

■ Cuadro 16. Expectativa* sobre la tasa de intervención a fin de año

Encuesta de Opinión Financiera	Tasa de intervención a diciembre-2014
Enero	4
Febrero	4
Marzo	4
Abril	4
Mayo	4,25
Junio	4,50
Julio	4,50
Agosto	4,75
Septiembre	4,75
Octubre	4,50

* Expectativa corresponde a la mediana.

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo.

1.1.2. Tasas de colocación y de captación

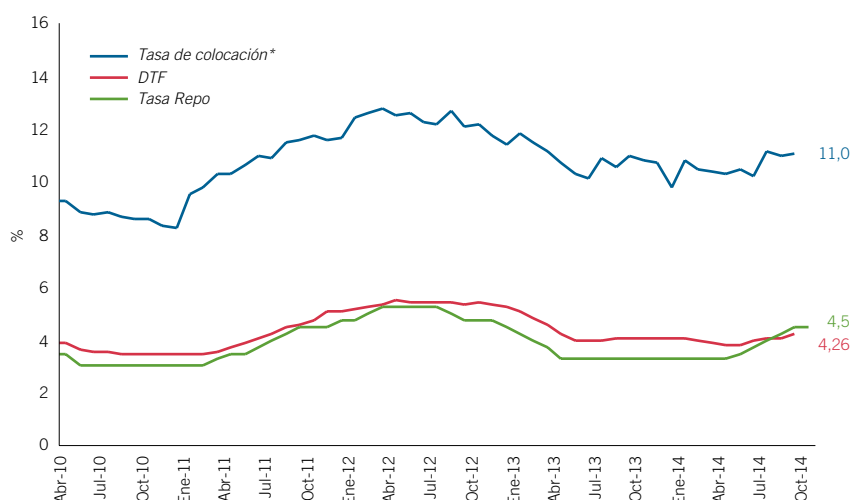
La respuesta de la demanda agregada y la actividad productiva ante decisiones de política monetaria sobre la tasa de intervención está fuertemente ligada al canal de transmisión a través de las demás tasas de interés. En este sentido, vale la pena resaltar la reacción de la tasa de colocación al aumento de tasa de intervención. La tasa de colocación aumentó de 10,31% en abril hasta 11,17% en julio, registrando su mayor nivel desde febrero de 2013. En contraposición, la DTF ha mostrado poca volatilidad, aunque durante septiembre comenzó a reaccionar de alguna manera a los incrementos de la tasa repo. Según el mismo emisor, esto puede estar relacionado con los altos niveles de liquidez que

presentan los intermediarios financieros. Los márgenes de intermediación (medidos como la diferencia entre la tasa de captación y la tasa de colocación) se ubican para el mes de septiembre en 6,84%, 3 puntos básicos menor al nivel registrado en el mismo mes del año anterior. Cabe resaltar que a mediados de 2014 se presentó un incremento abrupto del margen de intermediación, saltando de 6,3% en junio a 7,11% en julio, este último siendo el nivel más alto de los últimos dos años, lo cual se ha venido corrigiendo en los últimos meses.

1.1.3. Tasas de los TES

El 2014 ha traído consigo una fuerte transformación en la curva de rendimientos de los bonos del tesoro colombiano. Mientras que las tasas a 10 años cayeron de 8,3% en febrero a 7,3% en septiembre, mostrando una valorización de los TES de largo plazo, los rendimientos de títulos de corto plazo presentaron aumentos hasta de 1,3 puntos porcentuales (para el caso de los bonos con vencimiento a 3 meses), evidenciando una caída en el precio de estos activos.

■ Gráfico 34. Tasa de captación, de colocación y margen de intermediación financiera



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

Fuente: Banco de la República.

En otras palabras, la curva se ha aplanado en el transcurso del año, provocando un menor diferencial entre las tasas de corto y largo plazo. El comportamiento de la parte larga de la curva se atribuye en buena parte al anuncio de la recomposición en la participación de Colombia en los portafolios de referencia de JP Morgan, mientras que el comportamiento de la parte corta se atribuye principalmente a los aumentos en la tasa de intervención del Banco Central y a las mayores presiones inflacionarias.

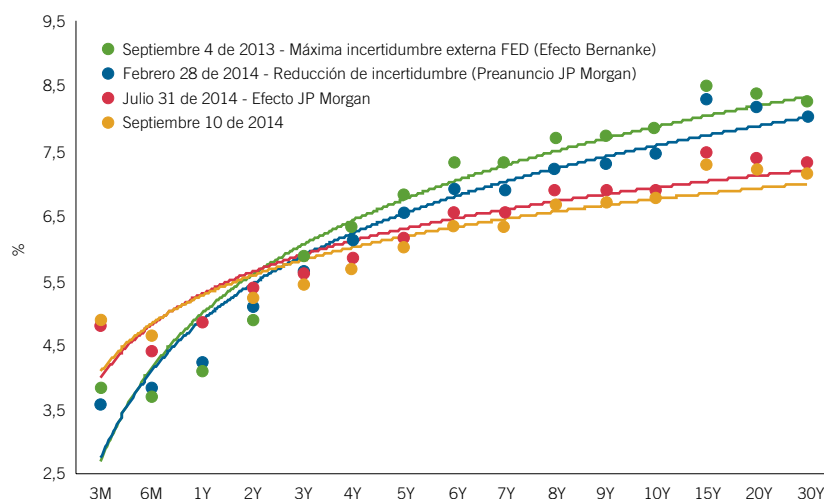
1.2. Inflación

En el 2014, el nivel de precios ha venido presentando una aceleración con relación al año inmediatamente anterior. El mayor dinamismo de la economía, apreciaciones significativas de la tasa de cambio e incrementos en los precios de los alimentos permiten que los niveles de inflación regresen al punto medio del rango objetivo del Banco de la República, tras haberse ubicado por debajo de su límite inferior. En particular, para el mes de septiembre, la inflación anual se ubicó en 2,86% (Gráfico 36), lo que implica un incremento del indicador en 60 puntos básicos (pbs) con respecto al mismo mes del año anterior.

En lo corrido del año, la inflación ya alcanza el 3,08%, por lo que si bien la probabilidad de incumplimiento de la meta de inflación es virtualmente nula, es de esperar que a fin de año esta se ubique en la parte superior del rango fijado por la autoridad monetaria. Cabe resaltar que las mayores presiones inflacionarias se dieron en el primer semestre del año, hecho seguido por una moderación en el incremento de los precios.

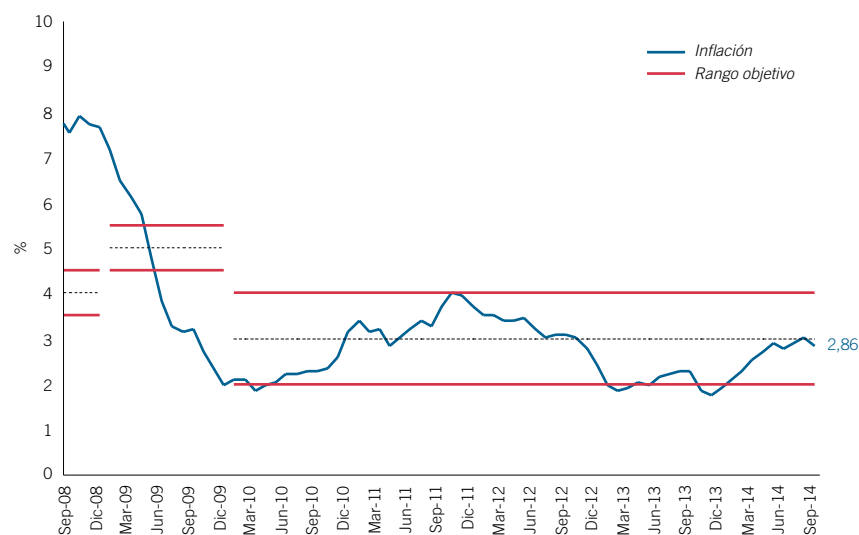
En cuanto a la evolución de las medidas básicas de inflación, todas ellas se mantienen dentro del rango meta del Banco de la República. Con excepción de los No transables sin alimentos ni regulados, todas las mediciones presentaron aceleración de precios en los primeros meses del año, con alguna reversión en los meses subsiguientes. En el caso

|| Gráfico 35. Curva de rendimientos de los TES



Fuente: Bloomberg.

|| Gráfico 36. Inflación anual y rango objetivo del Banco de la República

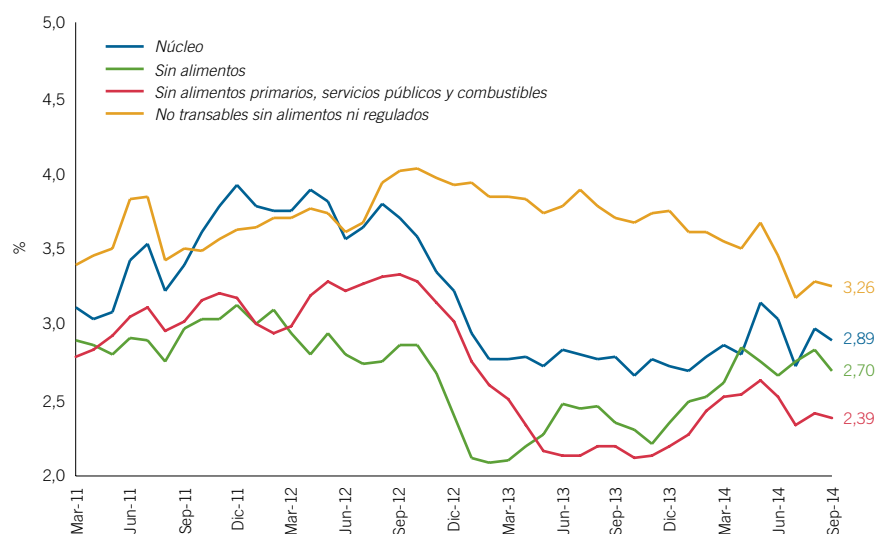


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

de No transables sin alimentos ni regulados, la tendencia ha sido hacia la baja tras un año 2013 en el que esta medida mostraba incrementos superiores a las demás. De esta forma se ha cerrado la brecha entre las diferentes medidas básicas de inflación.

primer semestre del año debido a la inversión extranjera y la entrada de capitales producto del rebalanceo de los índices de deuda pública de JP Morgan⁹. Al observar la transmi-

■ Gráfico 37. Evolución de las medidas de inflación básica



Fuente: Banco de la República.

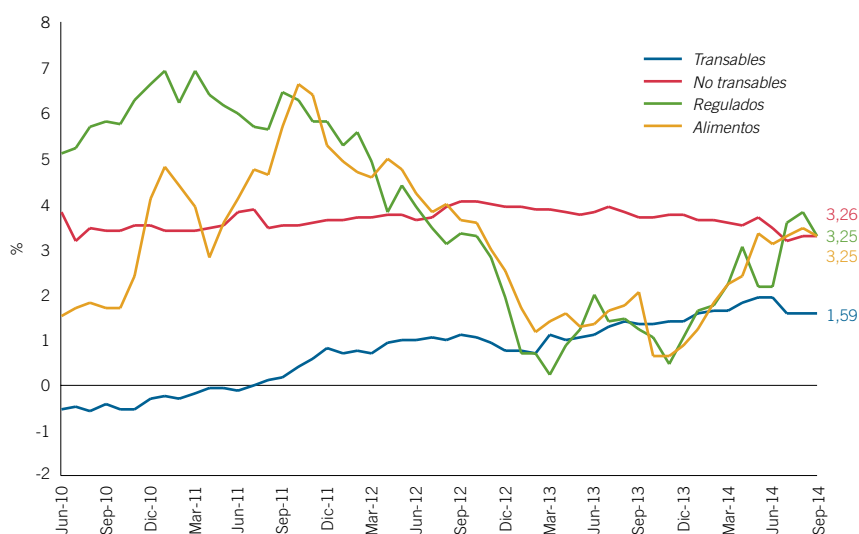
1.2.1. Inflación por componentes

En lo que respecta a la inflación por componentes, en lo corrido del año se ha presentado una aceleración en los precios de alimentos y regulados. Mientras que en noviembre de 2013 la inflación de estos rubros se ubicaba en 0,62% y 0,65% respectivamente, para el mes de septiembre se situó en 3,25% para ambos. La inflación de no transables se ubicó también para septiembre en 3,26%, cifra considerablemente inferior a la registrada un año atrás (3,7%), pero manteniendo la relativa estabilidad que viene presentando el indicador en los últimos años.

Por su parte, la inflación de transables mantuvo los crecimientos sostenidos que venía presentando en los últimos dos años. Para el mes de septiembre se ubicó en 1,59%, cifra que, aunque prácticamente idéntica a la presentada a principio de año, está 50 pbs por encima del nivel evidenciado en el mismo mes de 2012.

Uno de los principales determinantes del comportamiento de la inflación de transables es la tasa de cambio, la cual presentó importantes apreciaciones en el

■ Gráfico 38. Inflación anual por componentes



Fuente: Banco de la República.

⁹ Un análisis del impacto de los anuncios de J.P. Morgan en los flujos de inversión y la tasa de cambio se encuentra en Tendencia Económica No. 146 (Fedesarrollo, 2014).

sión del tipo de cambio hacia la inflación de transables en lo corrido del 2014, se evidencia el rezago con el que los precios de transables reaccionan a variaciones en el precio del dólar. En particular, la fuerte apreciación presentada desde febrero del presente año comenzó a tener impactos sobre la inflación de transables hasta el mes de mayo. Una vez normalizado el flujo de capitales en el segundo semestre de 2014, la recuperación del precio del dólar sugiere que este componente de la inflación podría presentar una tendencia al alza en los próximos meses.

1.2.2. No transables

Después de oscilar alrededor de 3,7% a lo largo del 2013, la inflación de no transables cayó abruptamente a 3,17% en el mes de julio del presente año, y cerró en 3,26% para septiembre. Cabe resaltar que la dinámica de la canasta de no transables se explica por la evolución de precios de arrendamientos, los cuales han registrado una tendencia a la baja en lo corrido de 2014.

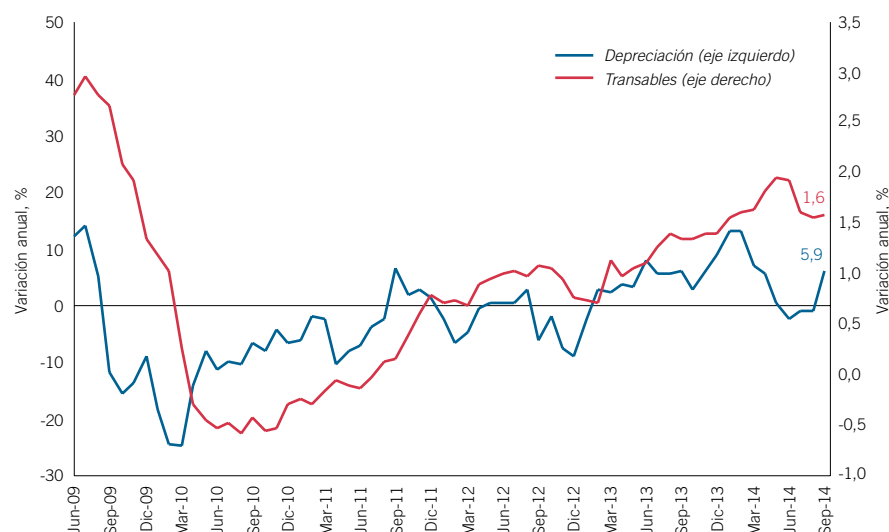
1.2.3. Regulados

Para septiembre de 2014, la inflación del componente de regulados se ubicó en 3,25%, siendo esta considerablemente mayor a la inflación de 1,24% presentada en el mismo mes del año anterior, lo cual ha sido consecuencia de incrementos en los precios de servicios públicos (4,8% anual). El incremento en la canasta de servicios públicos a septiembre se explica por los incrementos en los precios del gas (5,7%), la energía eléctrica (5,2%), y en menor medida, agua y alcantarillado (3,9%).

1.2.4. Alimentos

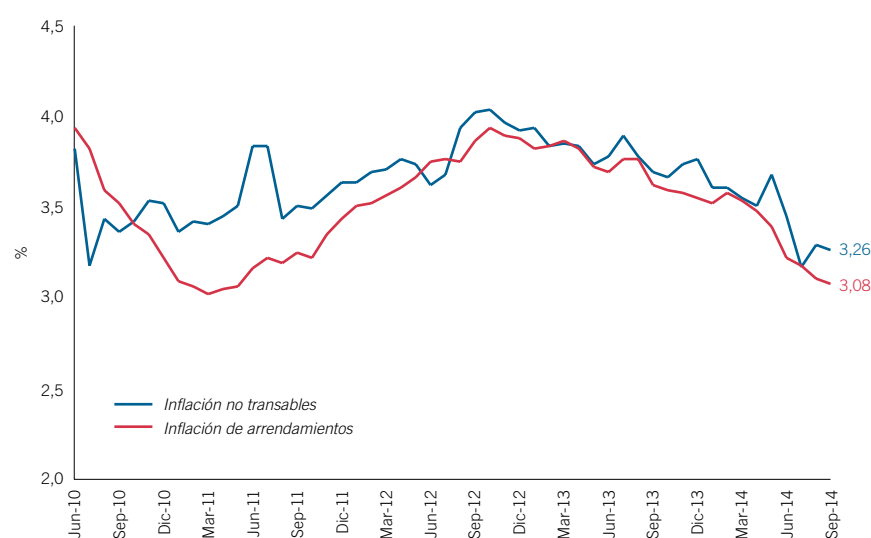
La inflación de alimentos se ubicó en 3,25% para el mes de septiembre, 1,2 pps por encima de la cifra presentada en el mismo mes del año anterior. En lo corrido del año este

■ Gráfico 39. Inflación de transables vs. depreciación



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 40. Inflación anual de no transables vs. Inflación anual de arrendamientos



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

componente ha visto aceleración en sus precios, teniendo en cuenta que para finales de 2013 la inflación de alimentos se encontraba en 0,86%.

La inflación de alimentos suele ser muy reactiva al comportamiento climático, por lo que el inicio de la temporada

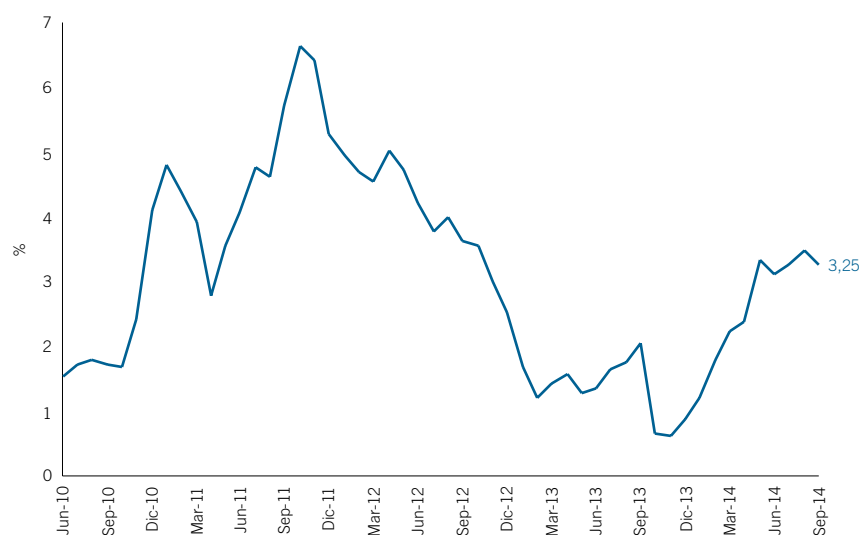
de lluvias en algunas zonas del país ejercería presiones sobre el indicador en el segundo semestre del año. Aun así, se mantiene también algo de incertidumbre por la posible ocurrencia de choques inesperados. Este es el caso del llamado “Fenómeno del Niño”, que según el Instituto de Hidrología y Estudios Ambientales (IDEAM), mantiene una

■ Gráfico 41. Inflación anual de regulados



Fuente: Banco de la República y DANE.

■ Gráfico 42. Inflación anual de alimentos



Fuente: Banco de la República.

significativa probabilidad de ocurrencia para lo que resta de 2014, aunque en el caso de materializarse, lo haría con una intensidad menor a la de ocasiones anteriores. Cabe resaltar que aún en caso de presentarse dicho fenómeno climático, su efecto sobre la inflación sería transitorio.

se calcula a través de la diferencia entre los bonos de renta fija atados y no atados a la inflación, ha venido creciendo desde mediados de 2013, pasando de 1,5% en junio del año pasado a 2,9% en septiembre de 2014. Este comportamiento se explica tanto por la normalización en el mercado

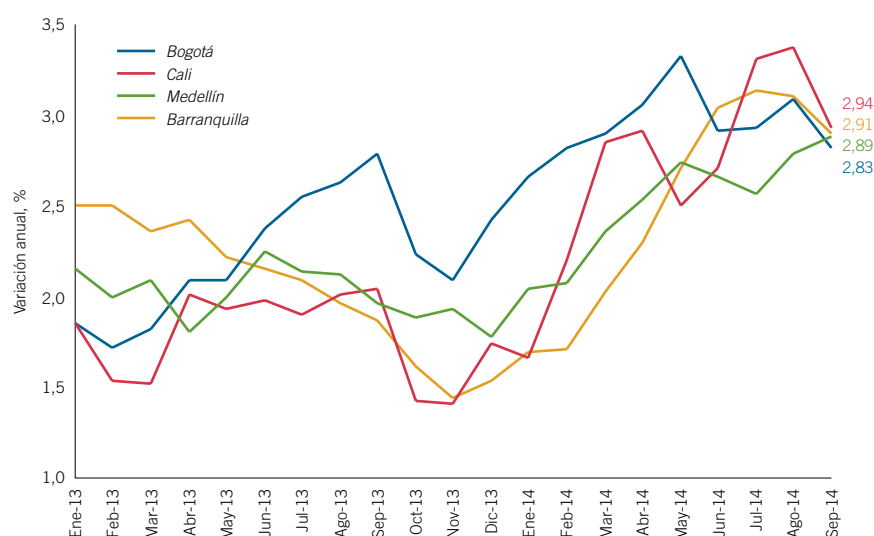
1.2.5. Inflación por ciudades

De las cuatro ciudades más importantes del país (Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla), Cali es la que exhibe el mayor nivel de inflación anual para el mes de septiembre (2,94%), escapando de la tendencia presentada en la mayor parte del 2013 y la primera mitad de 2014. Adicionalmente, en lo corrido del año, las cuatro ciudades han presentado aceleración en sus niveles de precios, siendo de especial atención Cali y Barranquilla, con incrementos en sus niveles de inflación anual de 1,3 y 1,2 pps respectivamente. En el caso de Bogotá, se presentó una fuerte tendencia ascendente en la primera mitad del año, la cual se corrigió durante el mes de junio, y que sitúa la inflación en 2,83% al cierre del tercer trimestre.

1.2.6. Expectativas de inflación a un año

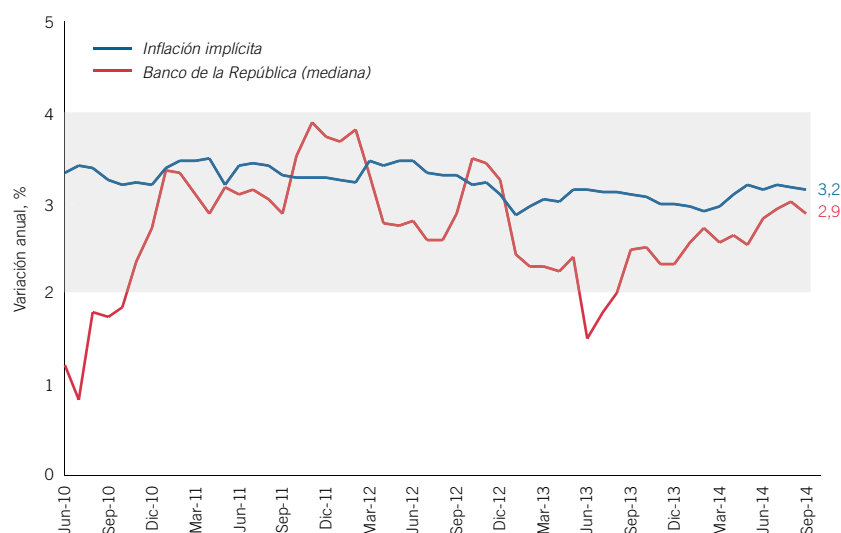
Las expectativas de inflación a doce meses, capturadas por las encuestas del Banco de la República a los principales analistas económicos del país, se han ido ajustando ligeramente al alza en lo corrido del año. En efecto, las expectativas a 12 meses se sitúan alrededor de 3,2%. Por su parte, la inflación implícita del mercado de capitales a un año, la cual

■ Gráfico 43. Inflación de las principales ciudades



Fuente: Banco de la República.

■ Gráfico 44. Expectativas de inflación



Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

de TES tasa fija (luego de la alta volatilidad sufrida a mitad de 2013), como por apreciaciones en la curva de TES UVR.

Cabe resaltar que las expectativas de inflación por ambas vías se encuentran en todo caso dentro del rango pretendido por el Banco de la República, lo que evidencia el nivel de confianza del mercado en la política monetaria y el sistema de inflación objetivo en el país. Esto constituye el activo más valioso del Banco Central en la utilización de la política monetaria como instrumento estabilizador del ciclo de la actividad productiva.

1.3. Agregados monetarios

1.3.1. Efectivo

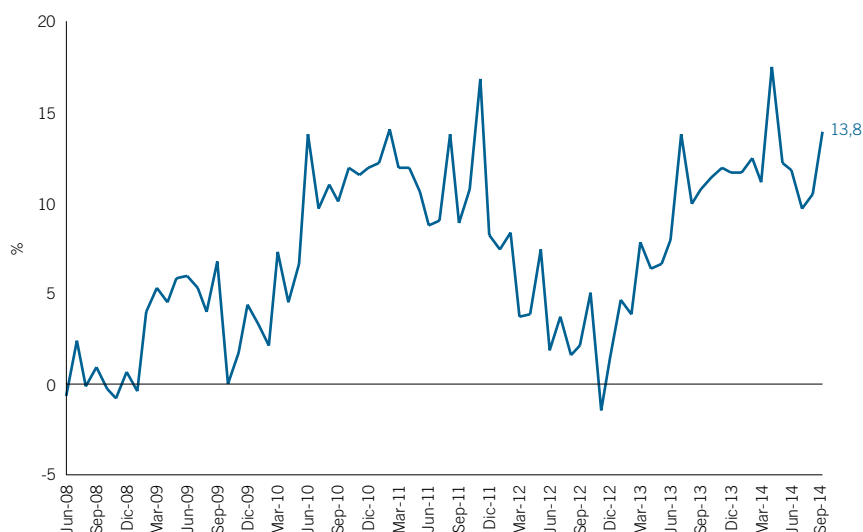
La demanda por efectivo ha presentado una desaceleración en los últimos meses. El crecimiento anual del efectivo real pasó de 17,4% en el mes abril, el nivel más alto de los últimos años, a 13,8% para septiembre. Aun así, la tasa actual de crecimiento se mantiene en niveles superiores a la presentada a lo largo de 2012 y 2013. Este comportamiento del efectivo va en línea con el crecimiento positivo pero menos dinámico de la economía y con la normalización de la política monetaria por parte del Banco de la República en los últimos meses.

1.3.2. Base Monetaria

La base monetaria ha presentado un comportamiento muy similar al del efec-

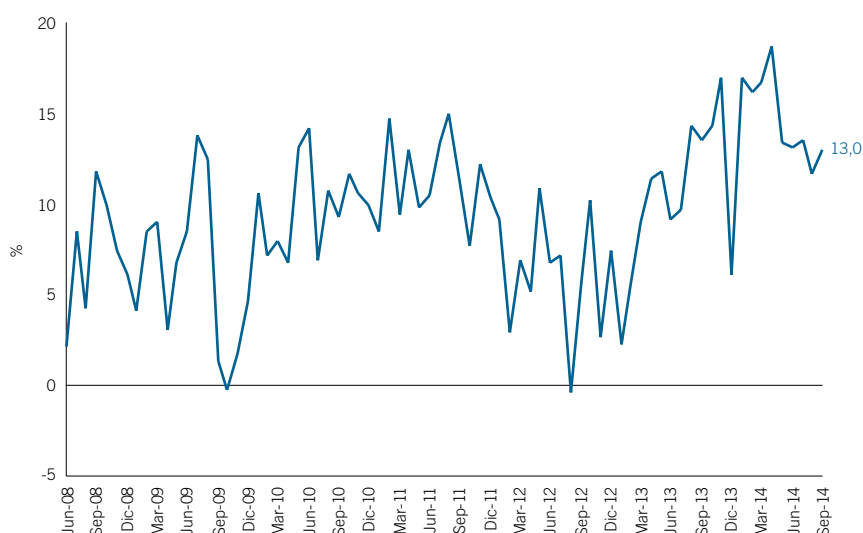
tivo, lo que significa que las reservas bancarias poco alteran su tendencia. En particular, se ha desacelerado desde el mes de abril, pasando de un crecimiento anual de 18,6% a 11,7% real para agosto, con una leve recuperación en el mes de septiembre (13,0%).

■ Gráfico 45. Crecimiento anual del efectivo real



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 46. Crecimiento anual de la base monetaria real



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

1.3.3. M1

De la mano con el comportamiento del efectivo, la variación anual del M1 real ha presentado una caída en meses recientes. Para septiembre de 2014, el crecimiento del M1 real fue del orden de 11,1%, menor al presentado en el mismo mes del año anterior (15,3% para septiembre de 2013).

1.3.4. Cuentas de ahorro y CDT

El denominado cuasidinero (cuentas de ahorro y CDT) presenta también una desaceleración importante respecto al comportamiento del año 2012 y primera mitad de 2013. Después de crecer a una tasa cercana al 20% anual en julio del año pasado, su crecimiento real ha venido cayendo hasta ubicarse en 8,4% anual para septiembre del presente año (Gráfico 48).

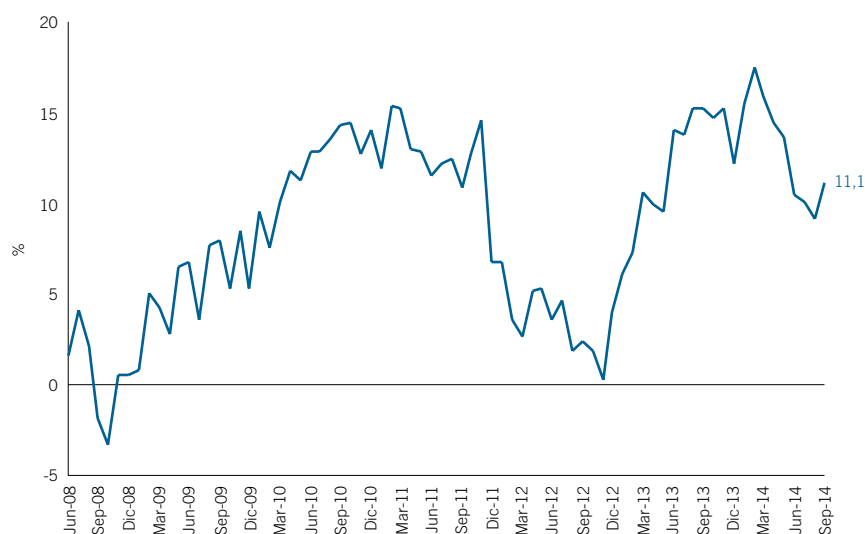
1.4. Cartera de créditos

Después de una importante desaceleración a lo largo de 2012 y buena parte de 2013, la cartera total de crédito ha pasado de crecer a una tasa de 10,8% real en septiembre del año pasado a 11,1% en el mismo mes del presente año. La aceleración del crédito en la primera mitad de 2014 se vio frenada por el aumento en la tasa de intervención del Banco de la República, teniendo en cuenta que para el mes de junio de 2014 la cartera total llegó a crecer por encima del 12% real.

Al evaluar la evolución del crédito por carteras se evidencia un comportamiento segmentado. Mientras por un lado las

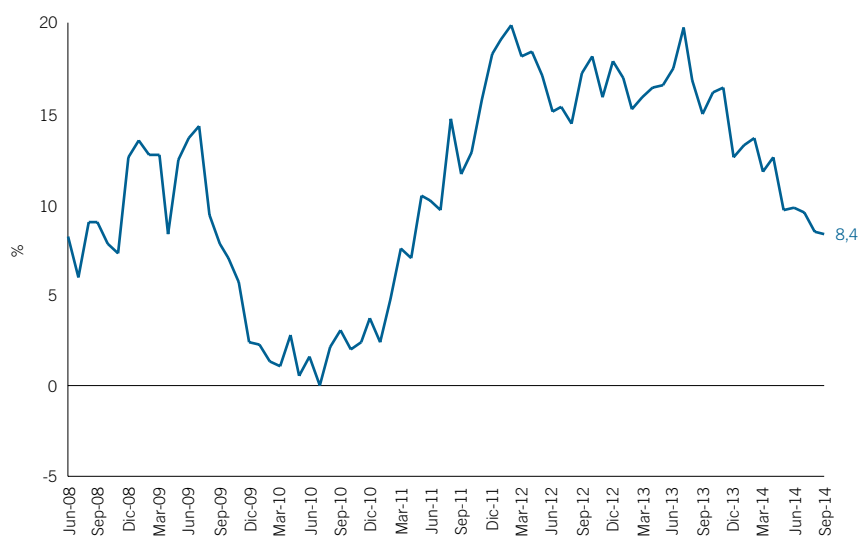
tasas de crecimiento reales de las carteras de comercio e hipotecaria se han mantenido relativamente constantes en los últimos años (con una ligera tendencia al alza en los primeros meses de 2014), las carteras de microcrédito y consumo han presentado una desaceleración real desde

■ Gráfico 47. Crecimiento anual del M1 real



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 48. Crecimiento anual de cuentas de ahorro y CDT real



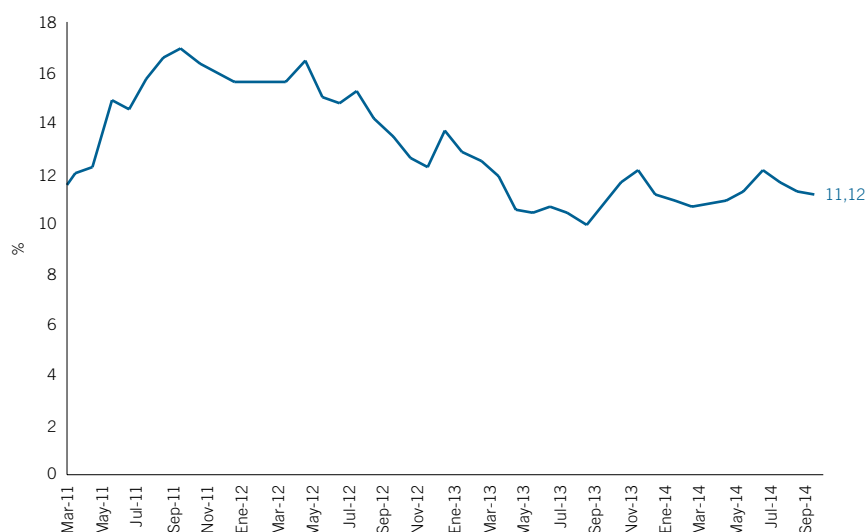
Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

mediados de 2012. En particular, el crecimiento de las carteras de microcrédito y consumo ha caído 800 y 150 puntos básicos en el último año, respectivamente.

Recientemente, después de la crisis financiera internacional, las participaciones de los diferentes tipos de crédito

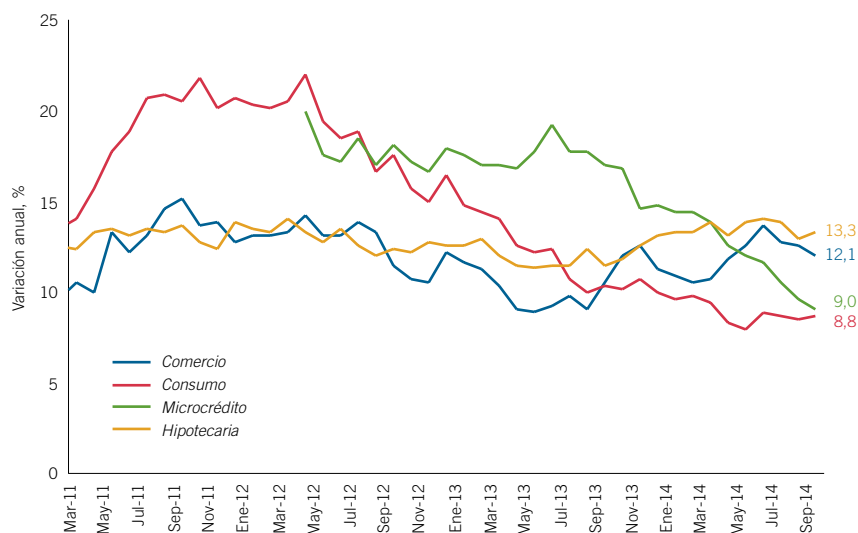
sobre la cartera total se han mantenido relativamente constantes. Mientras que la mayor parte del crédito se encuentra concentrada en comercio y consumo, con participaciones cercanas al 57% y 30% respectivamente, las carteras hipotecaria y de microcrédito abarcan tan sólo el 10% y 3% de la cartera total.

■ Gráfico 49. Crecimiento de la cartera total de crédito real



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 50. Evolución de la cartera real por tipo

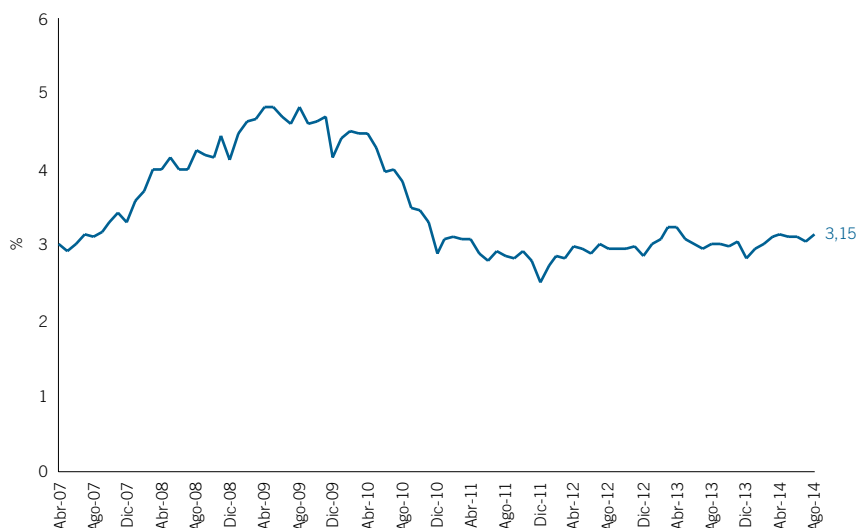


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

1.5. Vulnerabilidad financiera

El indicador de mora (cartera vencida sobre cartera total de crédito), que aproxima la calidad de la cartera, ha venido aumentando ligeramente en lo corrido del año, pasando de 2,96% en enero a 3,15% en el mes de agosto. Sin embargo, los niveles actuales son considerablemente menores a los presentados durante la crisis financiera internacional, en donde este indicador se acercó al 5%. Esto último es consistente con el hecho de que la economía parece encontrarse en la parte expansiva del ciclo, por lo que no se esperarían mayores deterioros en la calidad de la cartera de crédito para el corto plazo.

■ Gráfico 51. Evolución de la calidad de la cartera de crédito



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

Al evaluar las provisiones como proporción de la cartera vencida, se puede observar que para agosto del presente año esta relación era de 1,4 (es decir, si los deudores en mora decidieran no pagar, los bancos tendrían 1,4 veces los recursos necesarios para cubrir esa cartera vencida). Cabe resaltar que este indicador ha aumentado significativamente en los últimos años, pues para agosto de 2009 era de apenas 1,1, lo que representa un incremento cercano al 30% en 5 años. Si analizamos el nivel de provisiones con respecto a la cartera total, se evidencia en los últimos años una tendencia a la baja en el indicador, ubicándose en 4,39% para agosto del presente año.

1.6. Bolsa de valores

El COLCAP es uno de los principales índices bursátiles de la Bolsa de Valores de Colombia, y refleja las variaciones de precios para las 20 acciones más líquidas del mercado colombiano. Después de una fuerte caída a finales de 2013, el precio del COLCAP ha mostrado señales de recuperación, con un aumento de 22% entre febrero y agosto del presente año. Sin embargo, en los últimos dos meses se revirtió esta

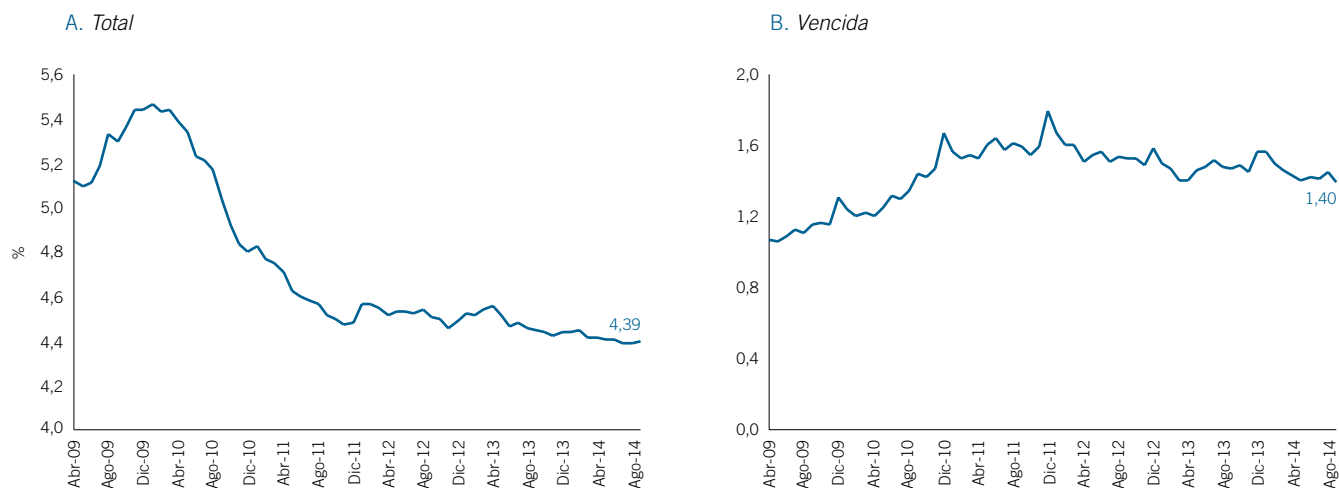
tendencia, al caer incluso por debajo de 1.600 para mediados de octubre y situarse al 28 de octubre en 1.610 (Gráfico 53).

El comportamiento de la bolsa durante la primera mitad de 2014 estuvo relacionado con un repunte de los flujos de inversión hacia los mercados emergentes y el mayor apetito por acciones locales. Sin embargo, a partir de septiembre se inició la corrección de esta tendencia, llevando el precio del índice COLCAP a niveles alrededor de los 1.600. Cabe resaltar que las expectativas a corto plazo sobre la bolsa colombiana son positivas, tal como lo indica la última versión de la Encuesta de Opinión Financiera, en la que la mayoría de los analistas encuestados espera aumentos en el precio del índice COLCAP para los próximos tres meses.

2. Proyecciones

Las proyecciones de inflación y tasas de interés muestran consistencia con nuestro pronóstico de crecimiento de la actividad económica, el cual se sitúa en 4.7% para el año 2014 y 4,5% para 2015. Las estimaciones se enmarcan también en el cumplimiento del esquema de inflación objetivo

Gráfico 52. Provisiones sobre la cartera



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 53. Evolución COLCAP



Fuente: Banco de la República.

por parte del Banco de la República, quien a su vez utiliza la tasa de intervención como instrumento de estabilización de la actividad productiva.

2.1. Escenario base

En el escenario base se espera que la inflación cierre el año en 3,2%, manteniendo niveles similares para los próximos años. Con respecto a los precios de los bienes transables, cuyo crecimiento en 2014 se ubicaría en 2,1% producto de una mayor apreciación, estos despegarían en 2015 hasta alcanzar niveles de 2,6% en el mediano plazo. Por su parte, los bienes no transables experimentarían presiones inflacionarias a partir del próximo año, lo que haría que este componente de inflación se sitúe cercano a la cota superior del rango objetivo de la autoridad monetaria.

Con el crecimiento de la economía alrededor de 4,6% para los próximos años, el escenario base plantea un incremento gradual de la tasa de intervención hasta alcanzar 5,25% en 2016. Esto se transmitiría a la DTF, en adaptación a una política contractiva de la autoridad monetaria en comparación al pasado reciente.

2.2. Escenario alto

En el escenario alto, el Banco de la República reforzaría su tendencia alcista de la tasa de intervención hasta alcanzar 4,75% a finales de 2014. Durante los próximos años, esta tasa incrementaría fuertemente llegando a 6,0% en 2017, debido a la utilización de la política monetaria como herramienta estabilizadora de la actividad económica ante crecimientos sostenidos del producto por encima de su nivel potencial.

II Cuadro 17. Pronóstico Monetario Escenario Base

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	Variación anual, %	4,7	4,7	4,5	4,7	4,6	4,6
Inflación	%	1,9	3,2	3,4	3,3	3,1	3,1
Inflación sin alimentos	%	2,4	3,2	3,1	2,9	2,7	2,7
Inflación bienes transables	%	1,4	2,1	2,5	2,6	2,6	2,6
Inflación de no transables	%	3,8	3,3	3,8	3,8	3,7	3,7
Tasa repo cierre del año	%	3,25	4,50	5,00	5,25	5,25	5,25
DTF cierre del año	%	4,1	4,7	5,2	5,5	5,4	5,4

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

II Cuadro 18. Pronóstico Monetario Escenario Alto

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	Variación anual, %	4,7	5,1	5,2	5,4	5,5	5,4
Inflación	%	1,9	3,5	3,7	3,5	3,3	3,3
Inflación sin alimentos	%	2,4	3,2	3,3	3,1	2,9	2,9
Inflación bienes transables	%	1,4	1,2	1,5	1,3	1,1	1,1
Inflación de no transables	%	3,8	3,9	4,2	4,1	4,0	4,0
Tasa repo cierre del año	%	3,25	4,75	5,50	5,75	6,00	6,00
DTF cierre del año	%	4,1	5,1	5,7	6,0	6,3	6,3

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

Con respecto a la inflación, mayores presiones producto de un aumento de la demanda interna provocarían una importante aceleración en los precios de los bienes no transables, mientras que la apreciación del peso llevaría la inflación de bienes transables a la baja. En general, el incremento en el índice de precios al consumidor se ubicaría por encima del 3% para los próximos años, aunque siempre dentro del rango objetivo perseguido por la autoridad monetaria.

2.3. Escenario bajo

Finalmente, en el escenario bajo, un crecimiento del PIB por debajo de su potencial para los próximos años provocaría una caída sustancial de la tasa de intervención, estabilizándose alrededor de 3,5% y provocando también una caída en la tasa de interés de los depósitos a término fijo.

El bajo rendimiento de la economía reduciría las presiones inflacionarias, debido al menor dinamismo de la demanda interna. Sin embargo, así como en los escenarios anteriores, se presentarían comportamientos asimétricos en el análisis de inflación por componentes, pues mientras que los bienes no transables verían una desaceleración en su nivel de precios, mayores riesgos de depreciación del peso efectuarían presiones al alza sobre la inflación de transables.

En resumen, ninguno de los escenarios plantea un incumplimiento de la meta de inflación en el mediano plazo. En particular, aún ante fuertes presiones de demanda interna o tasa de cambio, el incremento en precios se mantendría dentro del rango de 2-4%. Esto evidencia los altos niveles de confianza de los que goza la autoridad monetaria, y el papel determinante que juega el Banco de la República en la moderación del ciclo económico sin comprometer sus objetivos de inflación.

II Cuadro 19. Pronóstico Monetario Escenario Bajo

		2013	2014	2015	2016	2017	2018
PIB	Variación anual, %	4,7	4,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Inflación	%	1,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8
Inflación sin alimentos	%	2,4	2,5	2,8	3,0	3,0	3,0
Inflación bienes transables	%	1,4	2,4	2,8	3,2	3,4	3,4
Inflación de no transables	%	3,8	3,0	3,2	2,9	2,8	2,8
Tasa repo cierre del año	%	3,25	4,50	3,50	3,25	3,50	3,50
DTF cierre del año	%	4,1	3,7	3,7	3,5	3,6	3,6

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

Dadas las persistentes disparidades regionales del país, el comportamiento agregado de las variables macroeconómicas y sectoriales esconde, en cierta medida, resultados disímiles entre los diferentes departamentos y ciudades capitales. En respuesta a ello, se ha incorporado un capítulo enfocado exclusivamente al desempeño de la economía regional, el cual parte de realizar un análisis de los indicadores disponibles, tanto para las cinco principales regiones¹⁰ como para los 32 departamentos del país, para posteriormente presentar sus respectivas proyecciones de crecimiento del PIB.

1. ¿Qué ha pasado?

1.1. Resultados 2013

Aun cuando en el 2013 Colombia exhibió un desempeño positivo y registró un crecimiento interanual de 4,7%, esto no se observó de forma homogénea para todos los departamentos del país. En particular, los departamentos que registraron una mayor desviación, positiva o negativa, frente al crecimiento nacional se caracterizan por ser altamente dependientes del sector de minas y canteras. De esta manera, se destacan los casos de Arauca, Chocó y Cesar, los cuales registraron variaciones anuales negativas en su valor agregado, en respuesta principalmente al débil resultado de dicho sector. Paradójicamente, los departamentos que presentaron crecimientos significativamente superiores al total nacional fueron Putumayo, Meta y Cauca, como resultado de extraordinarios crecimientos en los sectores de minería y construcción.

En términos de mayor contribución al producto nacional, es importante resaltar el débil crecimiento que registró Bogotá en el 2013, tras exhibir una variación anual de 3,8%, distanciado en cerca de un punto porcentual del crecimiento total del país. De igual forma, Cundinamarca presentó una tasa de crecimiento aún más débil (2,1%), explicada principalmente por un decrecimiento en el producto de los sectores de construcción e industria manufacturera. Por su parte, Antioquia, el segundo departamento en mayor contribución al PIB nacional, registró una tasa de crecimiento de 4,7%, en línea con el resultado total, pese a que la producción del sector industrial del departamento se contrajo 3,2%. Finalmente, el crecimiento anual del departamento de Valle del Cauca también se vio debilitado por el resultado de la industria manufacturera (-1,4%), y debido a la alta participación de este sector dentro del producto total, el PIB del departamento se expandió a una tasa de 4,4% en 2013.

1.2. Mercado laboral

En el agregado nacional, como se describió anteriormente, la evolución favorable de la economía, y la reducción de sobrecostos a la contratación de mano de obra, tras la reforma tributaria de 2012, permitieron que las variables del mercado laboral presentaran un desempeño positivo a lo largo del año 2013 y en el primer semestre de 2014. Este comportamiento se observó en todas las regiones del país, las cuales exhibieron una reducción interanual en su tasa de desempleo, aunque no en la misma magnitud. La única excepción es la Orinoquía, ya que la tasa de desempleo

¹⁰ La región Centro está conformada por Cundinamarca y Bogotá D.C.; la región Andina por los departamentos de Antioquia, Boyacá, Caldas, Huila, Norte de Santander, Quindío, Risaralda, Santander y Tolima; la región Caribe por Atlántico, Bolívar, Cesar, Córdoba, La Guajira, Magdalena, Sucre y San Andrés y Providencia; la región Pacífico por Cauca, Valle del Cauca, Nariño y Chocó; y la Orinoquía por Arauca, Casanare, Meta, Guainía y Vichada.

muestra un ligero incremento en Villavicencio. En el primer semestre de 2014, Bogotá y la región Caribe son las que muestran las menores tasas de desempleo, las cuales se ubican 0,6 pps y 0,9 pps por debajo de la tasa de desempleo nacional (9,7%), respectivamente. Sin embargo, las regiones con mayores caídas en la tasa de desempleo con respecto a un año atrás son la región Andina (excluida Bogotá) y la región Pacífico. Por su parte, la región Pacífico continúa

registrando la tasa más alta del país, ubicándose en 13,7% en la primera mitad del año (Cuadro 21).

Así mismo, en el primer semestre del año, en todas las regiones del país se incrementó el número de ocupados, a un ritmo promedio de 2,7% anual. Las regiones Andina y Pacífico registraron las mayores variaciones (3,5%). Por otra parte, aun cuando la tasa de desempleo de la región

II Cuadro 20. Crecimiento departamental 2013 (Variación anual, %)

Actividades	Agricultura	Explotación de minas y canteras	Industria manufacturera	Electricidad, gas y agua	Construcción	Comercio, reparación, restaurantes y hoteles	Transporte, almacenamiento y comunicaciones	Establecimientos financieros	Servicios sociales	Sub-Total valor agregado	Derechos e impuestos	PIB total
Total Colombia	5,5	4,9	-1,0	4,9	12,0	4,3	3,1	5,0	5,3	4,5	4,7	4,7
Amazonas	-8,3	0,0	0,0	0,0	0,0	4,6	-2,5	4,0	4,6	2,0	0,0	2,2
Antioquia	5,4	10,8	-3,2	-1,0	18,6	4,0	4,2	4,7	5,5	4,7	4,3	4,7
Arauca	-2,4	-6,6	5,4	5,7	12,6	3,2	-1,0	3,5	6,0	-3,4	0,0	-3,5
Atlántico	6,3	6,9	1,5	13,9	9,3	3,4	2,8	4,3	5,1	4,9	5,3	4,9
Bogotá D. C.	0,0	-2,7	-2,4	2,5	-3,4	5,5	5,3	5,2	5,2	3,7	5,3	3,8
Bolívar	23,9	0,2	-1,0	4,3	21,5	3,7	3,0	4,6	5,4	5,7	3,7	5,3
Boyacá	1,1	2,0	-4,0	-0,6	0,4	3,1	4,4	4,6	2,9	1,4	1,9	1,4
Caldas	8,5	11,4	1,2	5,0	15,0	3,9	2,5	5,0	6,3	6,0	4,8	5,8
Caquetá	-3,0	17,6	6,8	7,3	17,4	4,4	1,7	6,1	5,1	5,8	3,4	5,6
Casanare	9,9	7,4	-2,0	12,4	-27,4	3,4	-4,8	4,2	8,2	5,6	-6,1	5,3
Cauca	13,5	42,7	-2,2	0,0	48,5	4,2	1,6	5,5	6,5	10,6	4,7	10,0
Cesar	5,4	-3,3	4,8	2,3	-16,2	4,2	-0,4	5,9	5,5	-0,3	1,6	-0,3
Chocó	-3,8	-28,0	0,0	8,0	28,2	4,8	0,9	1,4	8,1	-7,9	-2,1	-7,8
Córdoba	2,7	-1,9	3,2	4,7	5,0	4,8	-0,7	6,5	7,2	4,1	3,5	4,0
Cundinamarca	5,1	22,0	-1,5	1,9	-6,7	3,8	2,1	4,7	4,2	2,0	3,7	2,1
Guainía	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	-10,0	0,0	8,0	4,9	0,0	4,1
Guaviare	50,0	0,0	0,0	25,0	4,5	4,2	5,3	4,5	6,4	5,0	0,0	4,8
Huila	13,2	-1,4	5,7	-0,6	7,4	3,7	4,7	5,8	4,7	4,9	6,3	4,9
La Guajira	-2,0	-3,8	0,0	12,0	17,4	4,1	0,0	4,8	7,7	0,2	4,0	0,3
Magdalena	0,6	11,5	5,6	10,0	15,7	3,6	1,7	6,4	9,1	6,5	-2,6	5,9
Meta	9,5	11,7	0,2	7,3	29,4	4,0	-1,0	6,3	6,8	11,3	4,6	11,1
Nariño	9,6	3,4	4,8	0,8	26,9	3,5	0,5	5,5	5,0	7,1	4,5	6,9
Norte Santander	11,9	-35,3	-6,5	11,0	58,8	2,1	-1,6	4,8	5,1	5,7	0,9	5,3
Putumayo	-3,4	38,5	0,0	15,8	3,0	2,7	1,8	4,1	4,9	24,1	2,0	23,5
Quindío	2,1	-12,0	4,2	7,3	-9,6	4,3	1,5	4,7	4,6	1,4	2,5	1,4
Risaralda	4,2	30,0	6,3	3,7	33,3	4,0	0,8	5,9	5,5	7,7	8,7	7,7
San Andrés y Providencia	0,0	0,0	0,0	6,7	5,6	4,8	8,2	4,5	5,1	5,4	3,0	5,0
Santander	3,0	6,1	2,2	20,2	14,1	4,2	5,1	4,6	5,9	5,9	8,0	6,1
Sucre	4,6	14,3	-2,0	8,1	25,7	4,6	0,7	4,1	3,3	5,1	1,6	4,8
Tolima	7,7	-18,6	-2,7	11,6	45,8	3,6	1,1	4,9	4,5	4,2	3,4	4,0
Valle	2,3	15,3	-1,4	10,9	25,7	3,8	1,1	4,3	4,3	4,5	4,1	4,4
Vaupés	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	3,7	0,0	8,3	8,2	6,5	16,7	6,2
Vichada	0,0	0,0	0,0	0,0	4,5	7,5	0,0	11,8	10,3	7,6	9,1	5,4

Fuente: DANE.

Caribe fue la más baja en el periodo de análisis (8,8%), esa región presentó un crecimiento en el número de ocupados (1%) sustancialmente menor que el promedio (Cuadro 22).

II Cuadro 21. Evolución comparativa de la tasa de desempleo regional

	2010		2011		2012		2013		2014
	I	II	I	II	I	II	I	II	I
Bogotá	11,5	9,6	10,1	8,9	9,9	9,1	9,3	8,5	9,1
Región Andina	14,7	14,2	13,6	12,4	13,4	12,2	12,7	11,1	11,5
Región Pacífico	14,9	14,5	15,8	14,7	14,7	14,2	14,9	13,0	13,7
Región Caribe	10,7	10,8	10,1	9,6	9,6	9,5	9,5	8,9	8,8
Villavicencio	12,1	12,2	12,3	10,5	12,5	11,4	11,5	11,0	11,6
Total nacional	12,5	11,1	11,8	9,9	11,0	9,7	10,5	8,8	9,7

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

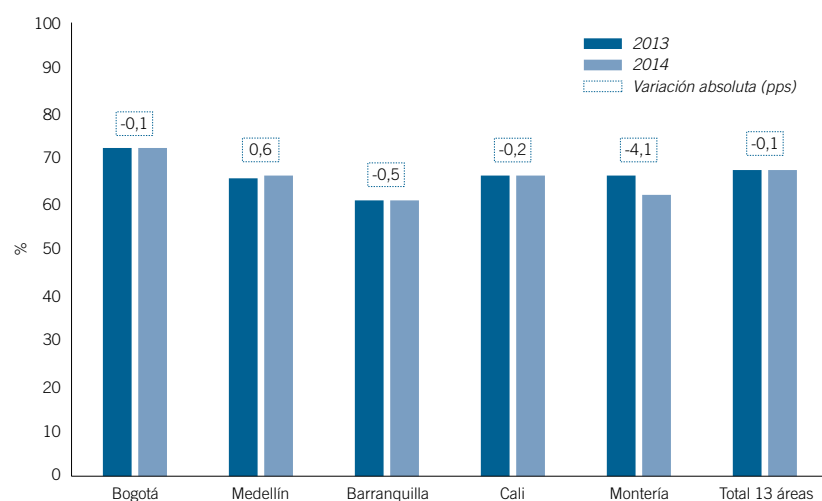
II Cuadro 22. Evolución comparativa del número de ocupados por regiones

	2012-II	2013-I	2013-II	2014-I	Variación anual, % 2014-I
Bogotá	4.038	4.056	4.114	4.129	1,8
Región Andina	3.624	3.600	3.700	3.724	3,5
Región Pacífico	1.392	1.384	1.440	1.432	3,5
Región Caribe	1.867	1.872	1.899	1.891	1,0
Villavicencio	199	190	197	197	3,9

Nota: Las cifras están en miles de personas.

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

II Gráfico 54. Tasa Global de Participación (Mayo-julio)

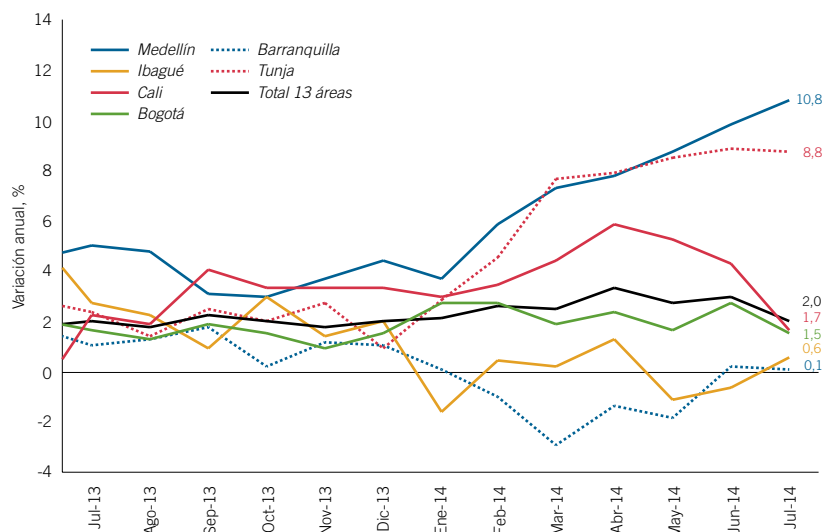


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Si bien la tasa global de participación de las 13 ciudades y áreas metropolitanas en el trimestre mayo-julio se mantuvo relativamente inalterada, el comportamiento desagregado fue heterogéneo.

Seis de las 13 principales áreas de análisis registraron una variación negativa con respecto a la tasa observada un año atrás. Dentro de estas se destaca el caso de Montería, ciudad que evidenció un decrecimiento de 4,1 pps en su tasa global de participación.

■ Gráfico 55. Número de ocupados*



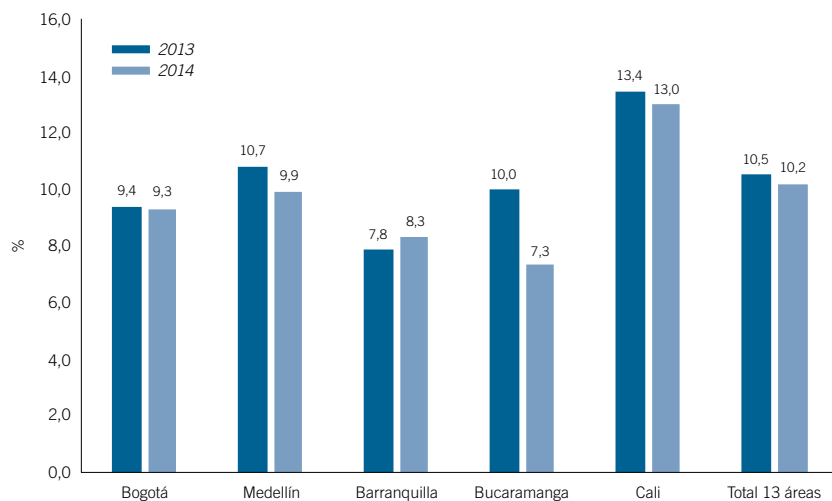
* Trimestre móvil.

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

En el trimestre móvil mayo-julio el número de ocupados en el total de las 13 áreas principales presentó un crecimiento interanual de 2,0%. Cabe mencionar que todas las ciudades de la muestra registraron una variación anual positiva en el periodo de análisis.

En materia de generación de empleo, es importante destacar la dinámica observada en Medellín y Tunja, ciudades que registraron un incremento interanual en el número de ocupados de 10,8% y 8,8% respectivamente. Por otra parte, se evidenció una progresiva recuperación en el número de ocupados en Barranquilla, tras registrar variaciones anuales negativas por 4 meses consecutivos.

■ Gráfico 56. Tasa de desempleo (Trimestre mayo-julio)



Fuente: DANE.

Aun cuando la tasa de desempleo de las 13 áreas principales del país tuvo una pequeña reducción interanual de 30 pbs, al interior de las ciudades la dinámica de la tasa de desempleo fue disímil.

Durante el trimestre de análisis, la mayor reducción en la tasa de desempleo la registró Bucaramanga (2,7 pps), ubicándose 1 pps por debajo de la tasa nacional. En contraste, Barranquilla e Ibagué evidenciaron incrementos sustanciales en sus tasas de desempleo, (0,5 y 1,4 pps respectivamente).

II Cuadro 23. Creación de empleo por sectores económicos

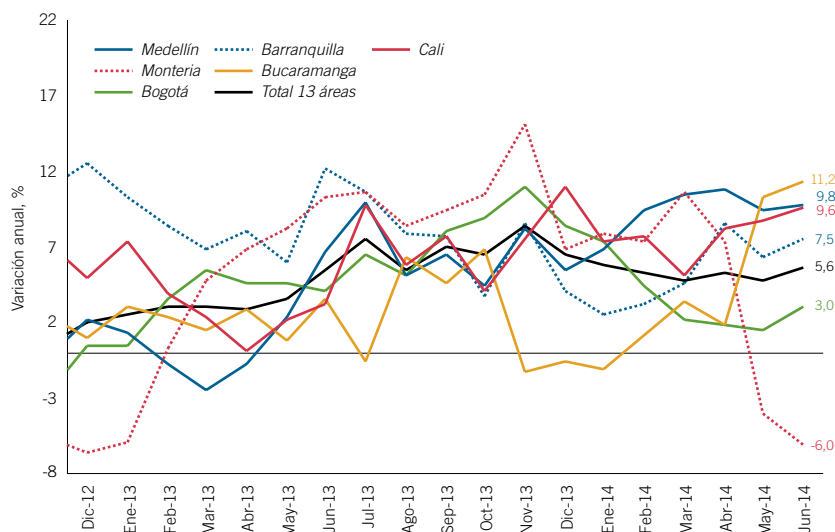
	Mayo-julio 2013-2014 (miles de personas)				
	Bogotá	Medellín	Barranquilla	Cali	Total 13 áreas
Ocupados total	61,6	58,8	1,3	18,6	203,8
Agricultura	-6,8	-6,9	1,6	0,1	-12,0
Minas y canteras	-7,3	-2,9	0,0	0,4	-7,8
Industria	-82,7	9,1	0,0	19,7	-57,2
Electricidad, gas y agua	7,9	0,9	-3,3	-1,3	6,5
Construcción	29,9	20,6	0,8	-14,8	37,2
Comercio y hoteles	18,2	4,4	-4,9	-22,4	23,5
Transporte y comunicaciones	-4,0	6,0	12,3	3,8	11,1
Intermediación financiera	16,1	0,9	-2,5	2,9	18,1
Actividades Inmobiliarias	12,3	4,1	4,0	3,8	43,5
Servicios sociales	77,0	22,8	-6,7	26,4	140,2

Fuente: DANE.

En lo que respecta a la evolución sectorial del empleo, de los 203 mil nuevos puestos de trabajo creados en el periodo mayo a julio de 2014, servicios sociales y actividades inmobiliarias fueron los que tuvieron una mayor contribución al total creado.

En el periodo de análisis, se observa una buena dinámica en la creación de empleo en Bogotá y Medellín, tras generar en conjunto cerca de 120 mil nuevos empleos. Para ambas ciudades, se destaca el papel del sector de servicios sociales como principal creador de nuevos empleos, seguido por el sector de construcción.

II Gráfico 57. Creación de empleo formal*



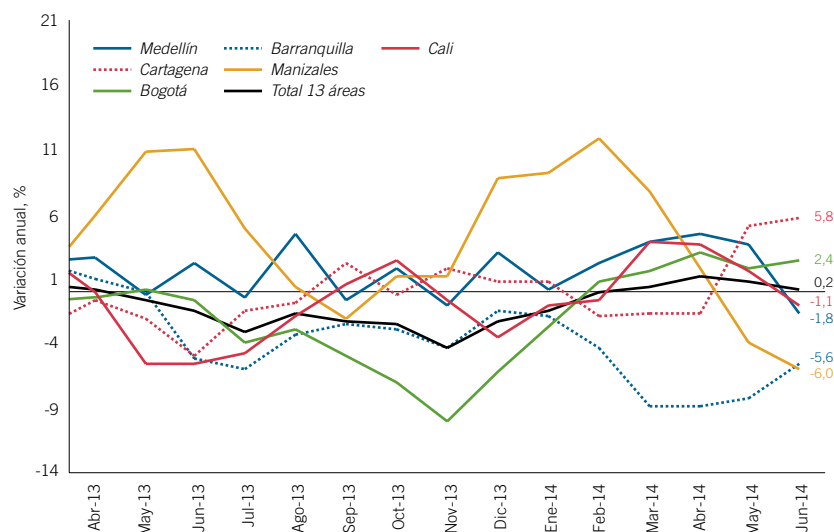
* Trimestre móvil.

Fuente: DANE.

Al analizar la calidad del empleo creado, se encuentra que 10 de las 13 principales ciudades y áreas metropolitanas del país registraron una variación interanual positiva en el número de empleados formales, durante el periodo abril-junio. El número de empleados formales de la muestra se incrementó 5,2% frente a lo observado un año atrás.

El buen desempeño de la creación de empleo formal se concentró principalmente en Bucaramanga, Medellín y Cali, las cuales evidenciaron una variación interanual de 11,2%, 9,8% y 9,6% respectivamente.

■ Gráfico 58. Número de empleados informales*



* Trimestre móvil.
Fuente: DANE.

En el periodo abril-junio de 2014, el total de empleados informales en las 13 áreas se incrementó únicamente 0,2% con respecto a 2013.

Barranquilla fue la ciudad líder en reducción de informalidad en la medida que logró una caída interanual de 5,6% en el número de empleados informales, mientras registró un crecimiento de 7,5% en su número de empleados formales. Por su parte, Bogotá generó cerca de 43 mil empleos informales y Bucaramanga 9 mil.

1.3. Actividad productiva, comercio exterior y sistema financiero

Ante la imposibilidad de contar con cifras recientes sobre el PIB regional, es necesario recurrir a otros indicadores líderes de la actividad económica sobre los cuales se cuenta con información más actualizada.

En primer lugar, aun cuando las cifras de área aprobada para construcción tienen un sesgo sustancial en los resultados finales del sector, éstas dan indicios del potencial del sector en las diferentes regiones del país. Al respecto, el área total licenciada en lo corrido del año a junio se incrementó 6,1% y dicho resultado estuvo impulsado principalmente por el crecimiento exhibido en Bogotá (33,2%), dado que la ciudad representó cerca del 27% del área total. Por otra parte, en lo que se refiere a los despachos de cemento gris a nivel departamental, en lo corrido de año a julio, se destaca la variación anual registrada en Boyacá (24,1%) e igualmente en Bogotá (15%).

En segundo lugar, con respecto al comportamiento de la producción manufacturera regional, en el segundo trimestre

del año se observó una desaceleración frente a la senda creciente que había registrado en el primer trimestre del año. Sin embargo, en lo corrido del año a junio, la producción industrial exhibe un crecimiento interanual de 2%. En el periodo abril-junio, el índice se contrajo en 3 de las 6 regiones de la muestra, siendo la del área metropolitana de Cali la mayor contracción, jalonada principalmente por los resultados en la industria de bebidas (-8,5%) y confecciones (-2,5%). Por otra parte, la mayor reducción en las ventas reales del sector industrial se registró en Bogotá (2,3%). Finalmente, es importante destacar el comportamiento del sector en la zona del eje cafetero, región que presentó la mayor variación positiva en el trimestre, como resultado en particular del desempeño de otras industrias, lácteos y motocicletas, aun cuando la producción de productos de café decreció 18,9%.

En tercer lugar, en lo que se refiere a la producción del sector minero, en el segundo trimestre del año la producción de carbón se incrementó 2,7% frente al mismo periodo un

año atrás. Al respecto, es importante mencionar que Cesar y La Guajira representaron en conjunto el 92,4% de la producción nacional. Por otro lado, en lo corrido del año a junio, la producción de petróleo del país registró una reducción anual de 2,3%. Ello sucedió a pesar de que, en el segundo trimestre del año, la producción de los departamentos de Meta y Casanare, con una participación del 70% dentro de la producción total, exhibió crecimientos anuales de 7,4% y 12,1% respectivamente. No obstante, la producción de los demás departamentos del país¹¹ presentó un descenso del orden de 14,6%, lo cual jalonó el resultado global.

Ahora bien, dentro del análisis de sector externo, en lo corrido del año a julio, las exportaciones exhibieron una contracción de 4,2% frente al 2013. Sin embargo, a nivel departamental, tras excluir las exportaciones de petróleo y derivados, exhibieron un comportamiento heterogéneo. Si bien las exportaciones de Antioquia tienen el mayor peso dentro del total en el país (20,9%), su caída (-18,2%) fue

compensada en cierta medida por el buen desempeño de las exportaciones de Bogotá (17,7%), segundas en orden de participación (14,2%). Por otro lado, las compras externas del país han registrado en lo corrido del año a junio un crecimiento interanual de 6,1%. Este comportamiento es generalizado por departamentos pero se destaca el caso excepcional del Valle del Cauca, donde se observa una contracción de las importaciones de 11,5%.

Finalmente, en lo que se refiere al sistema financiero desagregado regionalmente, se encuentra que si bien las captaciones totales se incrementaron 13,5% en el primer trimestre del año en el agregado nacional, la región Caribe presentó una variación anual de 28,8%, mientras la de región Centro fue de 9,6%. Por otra parte, la cartera neta total creció 13,5% en el mismo periodo, y dentro de ésta se destaca el comportamiento de la cartera de la región Pacífico que exhibió una variación anual de 17,9%, jalonada principalmente por el crecimiento de la cartera hipotecaria (24,2%).

II Cuadro 24. Estructura productiva regional (2013)

Ramas actividad económica	Participación %						Total
	PIB total	Centro	Caribe	Andina	Pacífico	Orinoquía	
Agricultura	6,2	2,3	8,3	7,6	6,9	9,7	30.581
Explotación de minas y canteras	7,7	0,4	4,1	11,6	1,2	58,9	37.827
Industria manufacturera	11,2	11,3	13,1	10,4	14,0	2,3	55.453
Servicios públicos	3,6	3,2	4,2	4,5	3,4	1,3	17.543
Construcción	6,9	4,6	9,5	7,2	6,1	6,2	33.786
Comercio	12,0	14,5	11,8	11,2	11,9	4,5	59.203
Transporte y comunicaciones	7,3	7,7	7,7	7,6	7,3	3,6	36.184
Establecimientos financieros	19,7	29,1	16,7	12,7	22,6	3,9	97.286
Servicios sociales	15,3	15,8	14,3	17,3	17,0	7,6	75.220
Derechos e impuestos	9,7	11,1	10,3	9,8	9,7	1,9	47.771
Total	100,0	153.621	73.693	158.075	65.516	35.448	492.932

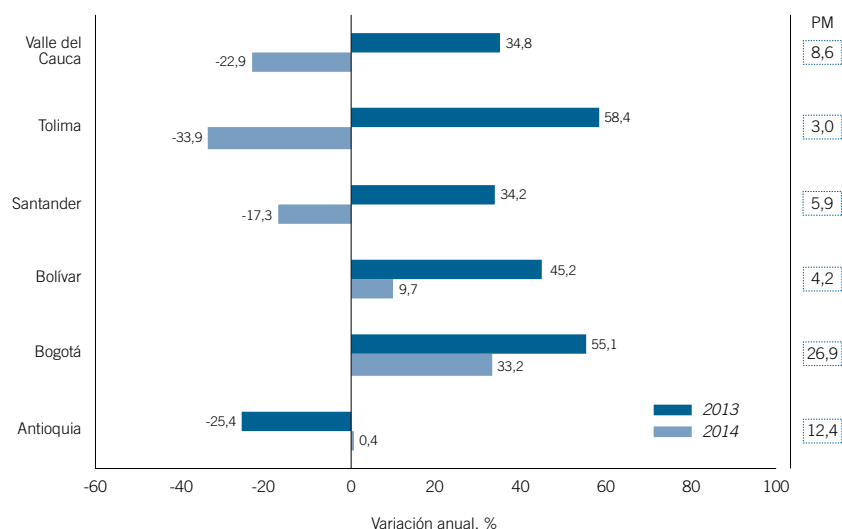
*Las cifras se encuentran en miles de millones de pesos.
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

En el 2013, los sectores de establecimientos financieros y actividades sociales representaron cerca del 35% del PIB total, seguidos por los sectores de industria y comercio que representaron alrededor de un 12% adicional cada uno.

La región Andina y la región Centro aportaron cerca del 63% de la producción nacional de 2013. Y, en línea con el desempeño sectorial a nivel agregado, establecimientos financieros es el sector de mayor relevancia dentro de sus economías, con una participación de 29,1% y 17,3% respectivamente.

² Con excepción de Santander.

Gráfico 59. Área licenciada para construcción año corrido a junio

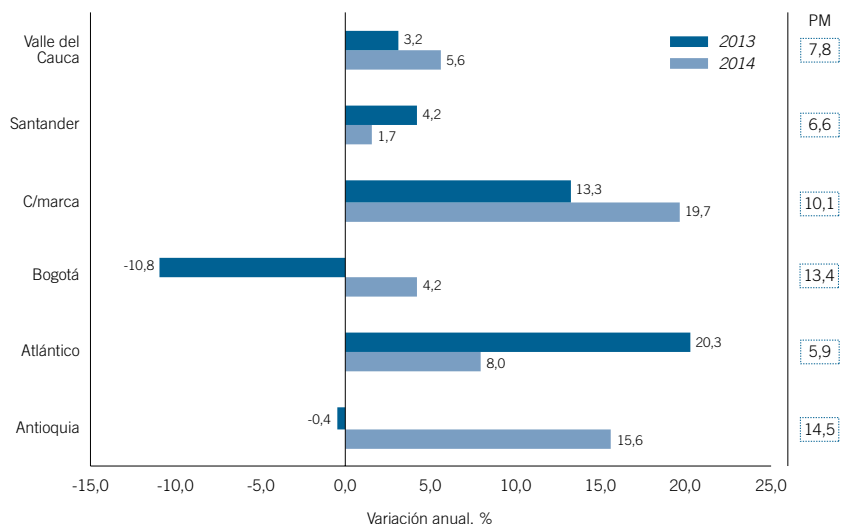


PM: La participación en el área total aprobada año corrido a junio de 2014.
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Aun cuando el área total de construcción aprobada en el transcurso del año evidenció una variación anual de 6,1% en el total nacional, 12 de los 26 departamentos de la muestra presentaron variaciones significativamente negativas.

Si bien alrededor de la mitad de los departamentos presentaron una reducción interanual en las licencias de construcción aprobadas a junio de 2014, se destaca la recuperación en Bogotá, tras mejorar su comportamiento frente a lo observado en el primer trimestre del año. Sin embargo, el resultado nacional continúa siendo menos favorable frente a lo registrado un año atrás, con una desaceleración de 27 pps.

Gráfico 60. Despachos de cemento gris año corrido a julio por departamentos

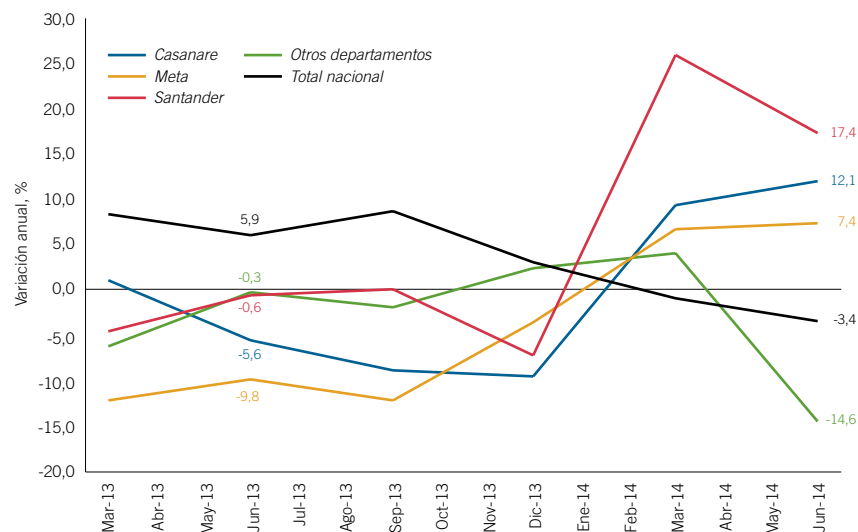


PM: La participación dentro del total de despachos año corrido a julio de 2014.
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Los despachos de cemento gris en el total nacional en lo corrido del año a julio se incrementaron 10,7% frente a lo observado un año atrás. Principalmente, se destaca la dinámica de los despachos de cemento en Cundinamarca, Boyacá y Antioquia.

Se destaca la significativa desaceleración de los despachos de cemento gris en Atlántico y Bolívar, departamentos que se desaceleraron 12,2 y 8,1 pps respectivamente, con respecto a los resultados evidenciados en 2013 a la fecha.

Gráfico 61. Producción departamental de petróleo*

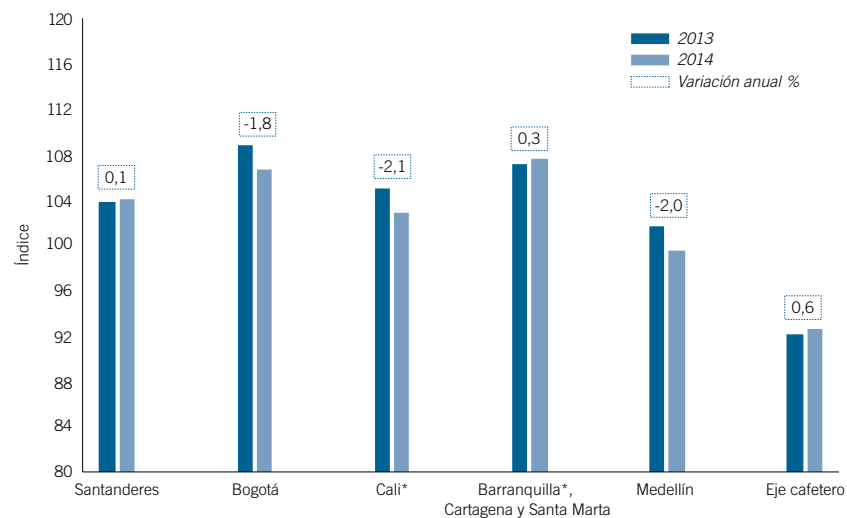


* Producción de barriles promedio por día calendario.
Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos, (ANH).

Mientras que los tres principales departamentos productores de petróleo experimentaron un crecimiento de su producción diaria en el segundo trimestre del año, la producción total nacional decreció 3,4% frente a un año atrás. Este comportamiento estuvo jalonado principalmente por el resultado de la producción del resto del país, la cual decreció 14,6%.

El departamento que evidenció la caída más significativa fue Arauca, tras un descenso del 65,1% en su producción trimestral frente a lo observado en 2013. Lo anterior se dio como resultado de los problemas de orden público contra el oleoducto Caño Limón-Coveñas.

Gráfico 62. Índice de producción manufacturera regional (Abril-junio)

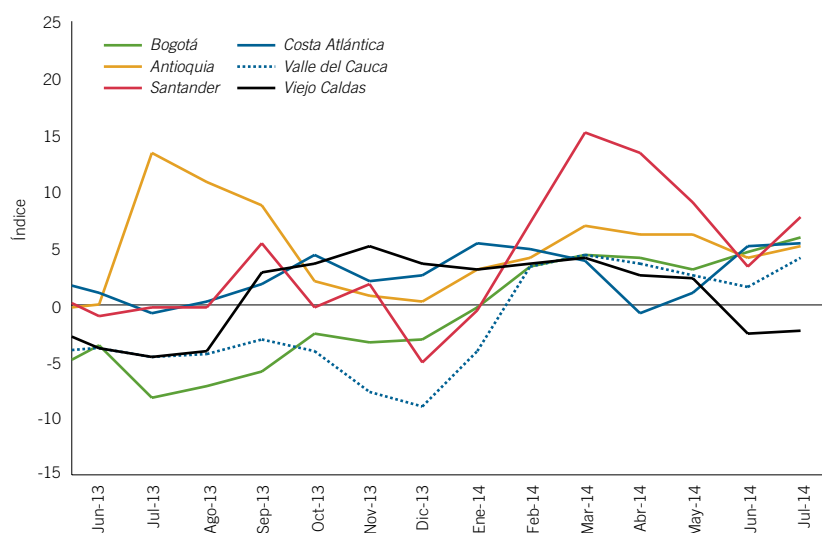


* Cali incluye Yumbo, Jamundí y Palmira; Barranquilla incluye Soledad y Malambo.
Fuente: DANE.

En el segundo trimestre del año la producción industrial del país se desaceleró y registró una variación interanual de -0,29%. Así mismo, el índice de producción manufacturera regional se contrajo en 3 de las 6 regiones de la muestra y presentó crecimientos cercanos a cero en las regiones restantes.

La mayor contracción del índice la registró el área metropolitana de Cali, evidenciando adicionalmente una reducción en su nivel de ventas reales y en el personal ocupado en la industria de 1,76% y 1,42% respectivamente. Por el contrario, se destaca el comportamiento del sector industrial en el eje cafetero, región que además incrementó en 4,9% el personal ocupado en el sector.

■ **Gráfico 63.** Índice de Confianza Industrial (ICI) de las principales regiones*



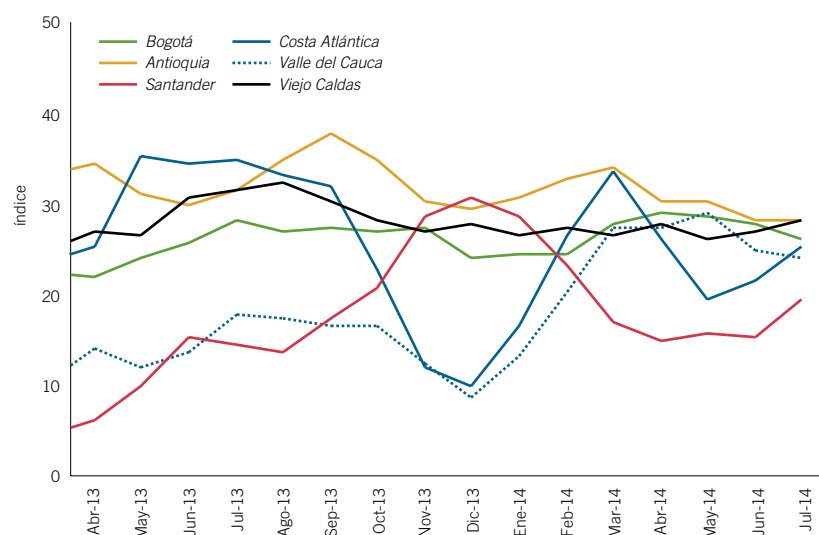
* Promedio móvil de tres meses.

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

En julio, el indicador de confianza industrial a nivel nacional continuó mostrando señales de una sustancial recuperación. Con excepción de Antioquia, las cinco zonas de la muestra registraron incrementos anuales significativos en el ICI.

Tras desagregar regionalmente, se observa que la mayor recuperación del índice la evidenció Bogotá, con un incremento de 14,2 pps frente al índice de julio de 2013. En contraste, es importante destacar el retroceso experimentado por la confianza industrial en Antioquia, departamento que registró una reducción de 8,4 pps en su índice.

■ **Gráfico 64.** Índice de Confianza Comercial (ICCO) de las principales regiones*



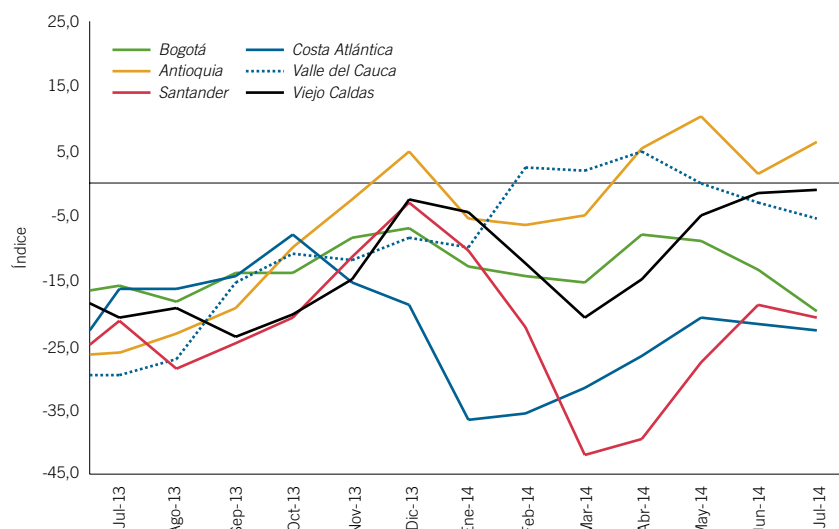
* Promedio móvil de tres meses.

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

Frente a lo registrado en el trimestre móvil mayo-julio de 2013, el Índice de Confianza Comercial del total nacional evidenció una mejora sustancial, con un incremento de 5,1 pps.

Con excepción del indicador de Santander, que registró una reducción de 3,2 pps, las demás cinco zonas de la muestra presentaron variaciones positivas. En efecto, es importante destacar el significativo fortalecimiento del ICCO de Antioquia, el cual se ubicó 8,6 pps por encima del indicador nacional.

Gráfico 65. Índice de pedidos a proveedores de las principales regiones*



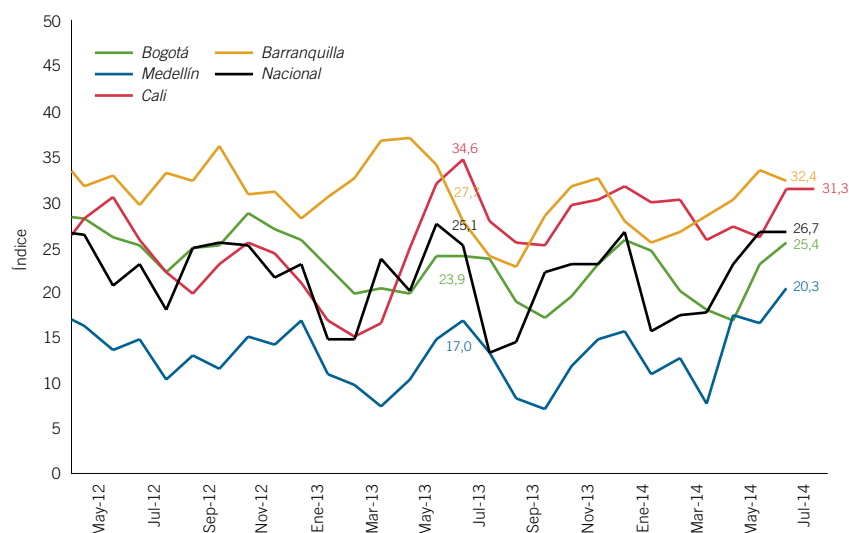
* Promedio móvil de tres meses.

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

A la pregunta de si los pedidos a proveedores aumentaron, disminuyeron o permanecieron estables, los comerciantes de Antioquia consideraron que en julio el nivel de sus pedidos fue alto, lo cual dio como resultado un índice positivo.

Por su parte, tanto Bogotá, Santander y la Costa Atlántica registraron un balance sustancialmente negativo que se deterioró en la comparación intermensual, mientras que el índice de la zona de Viejo Caldas evidenció una mejora moderada.

Gráfico 66. Índice de Confianza del Consumidor (ICC) para las principales ciudades*



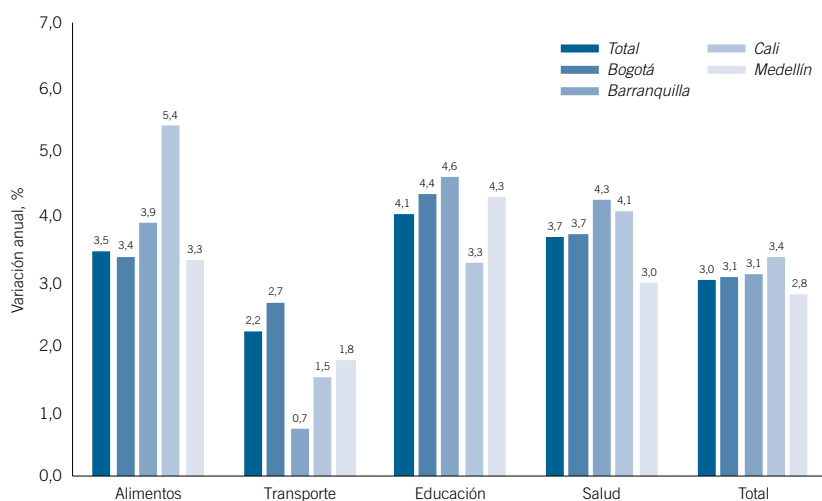
* Promedio móvil de tres meses.

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

El índice de confianza de los consumidores permaneció virtualmente inalterado entre junio y julio. De esta manera, el indicador se mantiene en niveles superiores a los observados entre febrero y mayo de este año y a los de julio de 2013.

Al discriminar por ciudades, los resultados de la encuesta expresados en promedios móviles señalan un importante aumento en los indicadores de confianza de Bogotá, Medellín y Barranquilla. No obstante, el indicador para Medellín y Bogotá continúa ubicándose por debajo del índice nacional.

■ Gráfico 67. IPC por grupo de gasto
(Agosto de 2014)

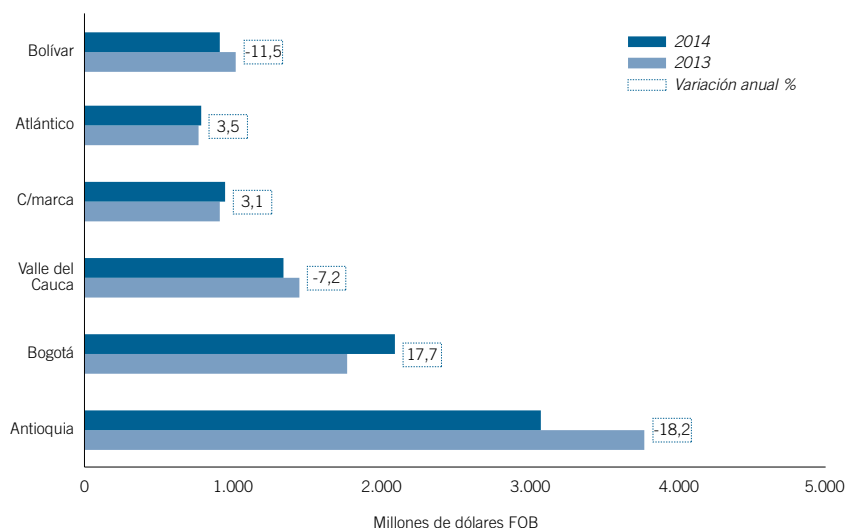


Fuente: DANE.

La variación a 12 meses del IPC de agosto del presente año fue de 3,02% y estuvo jalonada principalmente por la mayor variación anual positiva en el gasto en educación y salud. Así mismo, la inflación más alta se registró en Cali, mientras que Montería registró la más baja, a pesar de presentar uno de los incrementos más altos en los precios del subgrupo de salud (4,39%).

Si bien el incremento en los precios de los alimentos dio como resultado una inflación de dicho rubro de 3,5%, es importante mencionar el significativo incremento de este grupo de gasto en Cali, ciudad que registró una inflación 2,17 pps superior al promedio de las demás ciudades de la muestra.

■ Gráfico 68. Exportaciones excluyendo petróleo año corrido a julio

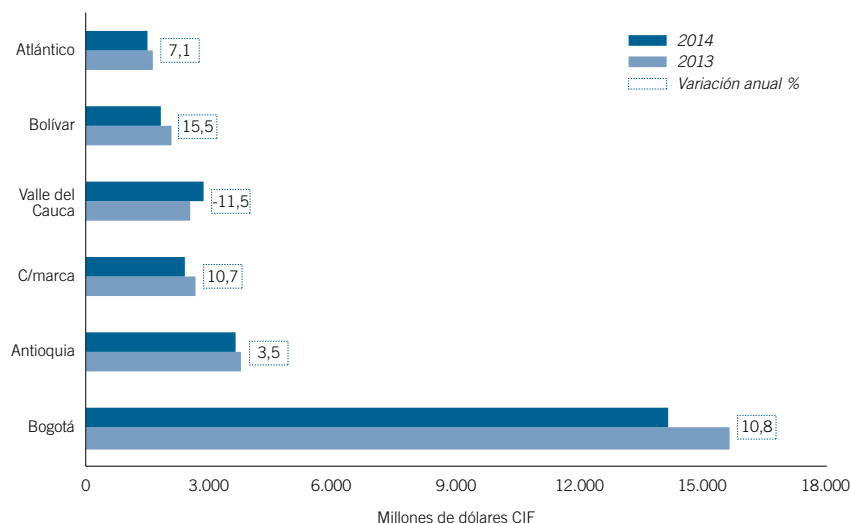


Fuente: DANE.

En lo corrido del año a julio, las exportaciones totales del país han registrado una variación anual negativa de 4,2%. Sin embargo, a nivel departamental el comportamiento de las exportaciones no fue homogéneo.

Es importante resaltar que, dado que Antioquia tiene la mayor participación dentro del total de ventas externas del país y éstas decrecieron 18,2% a lo largo del año, el resultado global fue compensado por el buen desempeño de las exportaciones de Bogotá, las cuales evidenciaron una variación anual de 17,7%.

Gráfico 69. Importaciones año corrido a junio

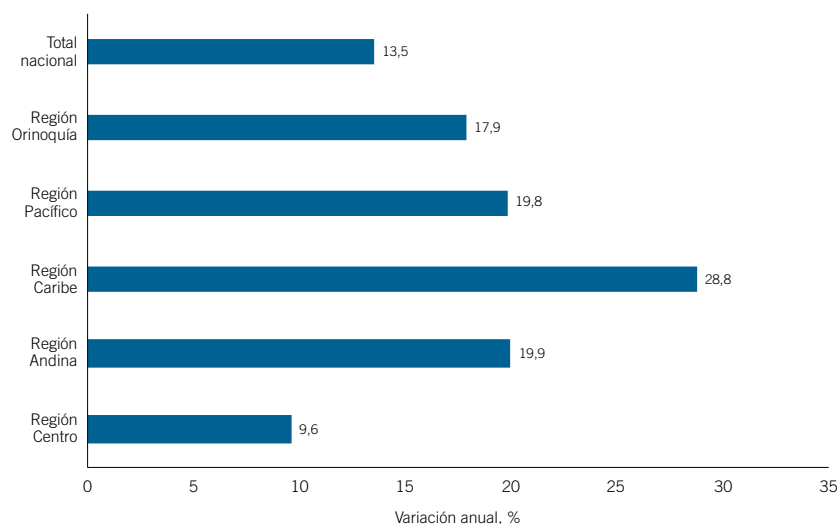


Fuente: DANE.

Las importaciones colombianas en lo corrido del año presentaron una variación anual positiva de 6,1%. Dicho resultado estuvo jalonado principalmente por la dinámica de las importaciones de Bogotá, las cuales representan alrededor de la mitad de las importaciones totales del país y registraron un crecimiento de 10,8%.

Dentro del comportamiento desagregado, se observó una variación anual positiva en 19 de los 31 departamentos. Sin embargo, es importante mencionar que las importaciones de 5 departamentos del país representan el 93% del total, y al interior de ellos solamente Valle del Cauca registró una reducción de sus niveles importados frente al año pasado.

Gráfico 70. Captaciones del sistema financiero por regiones (Primer trimestre 2014)

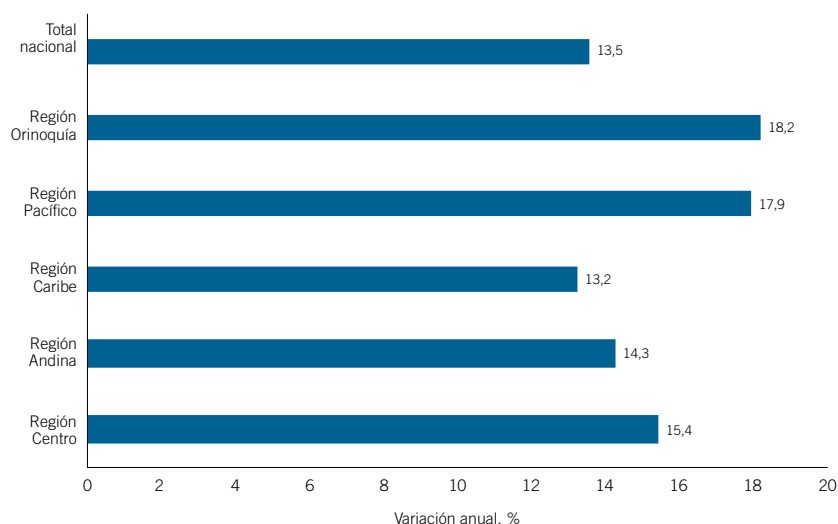


Fuente: Superintendencia Financiera.

El monto total de captaciones se incrementó 13,5% en el primer trimestre del año, frente a lo observado un año atrás. Sin embargo, el monto de captaciones de la región Caribe se incrementó en una proporción sustancialmente mayor (28,8%).

Dentro del monto total, las captaciones de la región Centro representan alrededor del 64% del total del sistema financiero, seguida por la región Andina que tiene una participación de 17,5%.

Gráfico 71. Cartera bruta del sector financiero por regiones (Primer trimestre 2014)

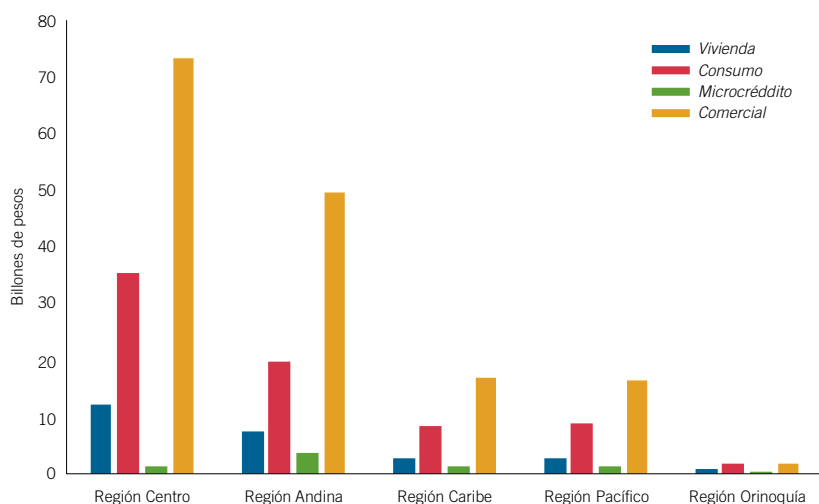


Fuente: Superintendencia Financiera.

La cartera total del sector financiero registró una variación anual del orden de 13,5% en el primer trimestre del año.

En el caso de la región Andina, la cartera total presentó un crecimiento de 14,3%, jalonada principalmente por el crecimiento de la cartera comercial (16,2%). Por otra parte, la región Pacífico exhibió un crecimiento 4,4 pps por encima del nacional y su comportamiento se explicó, en particular, por el incremento interanual de la cartera de vivienda (24,2%).

Gráfico 72. Cartera bruta por tipo de crédito por regiones (Primer trimestre 2014)



Fuente: Superintendencia Financiera.

Al desagregar la cartera bruta por tipo de crédito se encuentra que, dentro del total de la cartera, la cartera comercial y la de consumo son las que tienen la mayor participación, 88% en conjunto.

Si bien la cartera de microcrédito tiene una participación limitada dentro de la cartera total del sistema financiero (3,1%), vale la pena desatacar que la región Andina concentra el 44,1% del total del microcrédito en el país.

1.4. Indicadores fiscales

Las principales fuentes de ingresos de los departamentos son los recursos provenientes de las transferencias que realiza el Gobierno Nacional Central (GNC), las cuales se determinan de acuerdo a lo establecido en el Sistema General de Participaciones (SGP) dentro cada presupuesto anual, y los recursos que son asignados a partir del Sistema General de Regalías (SGR). Adicionalmente, los gobiernos departamentales y municipales perciben ingresos fiscales a partir de los impuestos territoriales, cuyo monto depende directamente de la capacidad de recaudo de cada ente en particular. Al respecto, en términos agregados, se estima que el recaudo territorial total se incrementó anualmente un 9,6% en 2013. Dentro de este recaudo, se encuentra que alrededor de la mitad proviene del impuesto predial y el impuesto de industria y comercio. Sin embargo, para el 2013 los impuestos que registraron un mayor crecimiento interanual fueron estampillas (31,6%) y contratos de obras públicas (30,6%). No obstante, desafortunadamente no es posible contar con cifras consolidadas actualizadas sobre el gasto e inversión de los entes territoriales con los recursos de sus recaudos propios.

Dentro de los recursos provenientes de las transferencias establecidas en el Presupuesto General de la Nación para el 2015, es importante mencionar principalmente el monto destinado a proyectos de inversión. Aun cuando se espera que el presupuesto de inversión nacional se incremente en 5%, el presupuesto de inversión regionalizable para 2015 se incrementaría en 10,74%. En particular, el monto destinado a inversión se incrementará en todas las regiones, aunque la magnitud de dicho incremento difiera. Las dos regiones que obtendrían el mayor incremento serían la región Pacífico y la región Orinoquía, incremento que sería del orden de 19,7% en promedio.

A nivel sectorial, cabe resaltar la alta participación que tendría la inversión en el sector de inclusión social y reconciliación dentro del monto de inversión total. Lo anterior tiene una relación directa con el hecho de que en dicho rubro se contabilizan programas sociales que son bandera del presente gobierno, como lo es Familias en Acción, y el gasto en atención a la población desplazada a nivel local, atención integral a la primera infancia y atención humanitaria, y que tendrían gran relevancia en un escenario de post-conflicto. En segundo lugar, resulta importante mencionar adicionalmente la alta participación que tendría el gasto en transporte en todas las regiones (15,7% en promedio), exceptuando la región Orinoquía, teniendo en cuenta el rezago en infraestructura que persiste en el país y sus implicaciones sobre nuestro nivel de competitividad.

Por su parte, para la vigencia 2015-2016 se proyecta que los recursos del Sistema General de Regalías (SGR) se incrementarían en 9,5% frente a la vigencia anterior (2013-2014), alcanzando un valor de 18,2 billones de pesos. Al respecto, es importante mencionar que, se estima que Meta sería el departamento más afectado dentro de la nueva distribución, perdiendo 6,9 pps de participación dentro del total de regalías, seguido por Casanare (-4,2 pps).

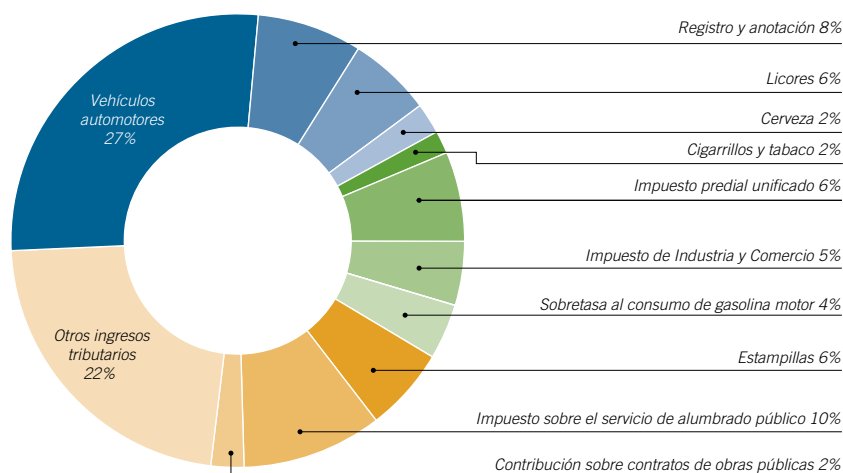
Finalmente, desde un análisis de desempeño fiscal de los departamentos (ver Cuadro 25) y de acuerdo con el indicador de desempeño fiscal que calcula el Departamento Nacional de Planeación (DNP), se evidencia un destacable desempeño de departamentos como Atlántico, Risaralda y Cundinamarca frente a los demás, en particular por su baja dependencia de los montos de transferencias y regalías y por su mayor capacidad de ahorro. Adicionalmente, cabe destacar el esfuerzo fiscal llevado a cabo por el Meta, lo cual lo llevó a avanzar 15 posiciones en el indicador entre 2011 y 2012.

II Cuadro 25. Indicador de desempeño fiscal departamental
(2012)

Departamentos	Autofinanciamiento gastos de funcionamiento	Respaldo del servicio de la deuda	Dependencia transferencias y regalías	Generación de recursos propios	Magnitud de inversión	Capacidad de ahorro	Indicador de desempleo fiscal 2012	Indicador de desempleo fiscal 2011	Posición 2011 a nivel nacional	Posición 2012 a nivel nacional
Meta	59,81	7,80	60,32	95,03	85,52	49,12	77,14	71,97	15	1
Atlántico	53,56	8,64	40,34	79,14	74,42	58,60	76,98	78,33	1	2
Risaralda	33,79	6,24	50,72	79,20	80,33	60,85	76,69	75,87	2	3
Sucre	45,05	0,00	80,52	95,78	90,78	55,82	76,34	69,35	18	4
Cundinamarca	37,61	13,90	36,01	78,06	72,71	56,02	76,27	74,67	5	5
Quindío	49,83	4,25	52,41	78,19	80,95	56,22	75,86	74,51	6	6
Cesar	53,11	4,33	71,39	87,90	91,80	53,94	75,83	72,16	14	7
Caldas	55,11	8,31	58,19	87,25	81,39	43,70	74,43	74,38	7	8
Valle	53,69	4,00	42,78	82,00	68,11	52,49	74,42	66,79	20	9
Bolívar	56,82	0,55	70,17	89,15	82,32	46,25	74,05	75,30	4	10
Boyacá	31,01	11,09	67,73	90,84	83,59	47,69	73,98	73,47	10	11
Córdoba	54,54	8,36	75,13	94,25	85,59	30,49	73,30	73,33	11	12
Cauca	66,12	2,29	82,34	94,44	90,63	38,59	72,99	75,31	3	13
Casanare	62,73	18,45	66,07	85,45	93,00	38,32	72,59	71,38	17	14
Norte de Santander	30,68	10,57	66,22	83,03	81,63	46,21	72,20	73,55	9	15
Antioquia	37,57	4,06	38,68	60,23	71,23	46,19	71,73	72,59	12	16
Caquetá	64,31	6,81	78,37	92,39	84,53	34,60	71,15	66,54	21	17
Guajira	67,50	0,99	80,75	90,59	85,73	31,77	70,86	57,65	26	18
Huila	65,51	42,78	60,45	90,59	81,24	37,57	69,58	72,50	13	19
Magdalena	60,81	2,57	70,51	58,24	82,30	56,31	68,92	64,12	23	20
Santander	46,60	12,71	51,84	89,72	62,58	13,07	68,01	73,67	8	21
Nariño	63,44	2,49	73,21	72,77	84,34	33,05	66,90	67,37	19	22
Tolima	66,42	6,82	68,16	84,48	75,27	3,20	65,41	64,85	22	23
Arauca	54,62	58,19	68,35	70,54	89,63	37,00	63,54	71,72	16	24
Vichada	27,39	0,00	81,45	36,06	85,54	53,25	62,84	60,64	25	25
Guaviare	56,30	2,01	82,30	45,79	83,28	41,22	62,31	61,01	24	26
Guainía	53,71	0,00	77,09	27,19	86,86	40,86	60,34	55,31	29	27
Amazonas	63,37	0,00	86,97	37,19	85,28	33,82	59,25	48,38	31	28
San Andrés	58,36	9,66	57,24	29,88	44,40	37,45	55,62	57,40	27	29
Vaupés	56,90	3,82	87,56	25,89	82,51	25,57	54,75	56,20	28	30
Putumayo	86,87	0,00	85,74	51,54	87,64	20,17	50,91	48,84	30	31
Chocó	117,79	3,03	82,16	93,66	80,72	-14,56	47,94	46,39	32	32

Fuente: DNP.

|| Gráfico 73. Ingresos tributarios territoriales por tipo de impuesto en 2013*



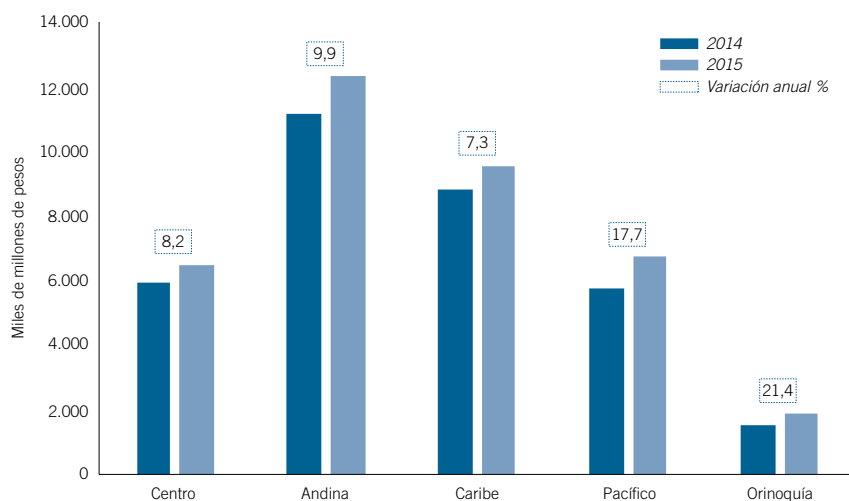
* Estimado a diciembre de 2013.

Fuente: Cálculos DAF con información de secretarías de hacienda y FUT.

Para el año 2013, se estima que el recaudo total de impuestos territoriales presentó un incremento de 9,6% frente al recaudo de 2012. Es importante resaltar que el impuesto de industria y comercio y el impuesto predial representaron en conjunto cerca del 50% del recaudo territorial total en 2013.

Con respecto a la variación en la participación dentro del recaudo total, el impuesto predial incrementó su participación en 1,9 pps frente al 2012, mientras que el de industria y comercio redujo su participación en 2,6 pps.

|| Gráfico 74. Presupuesto de inversión del Presupuesto General de la Nación (PGN)

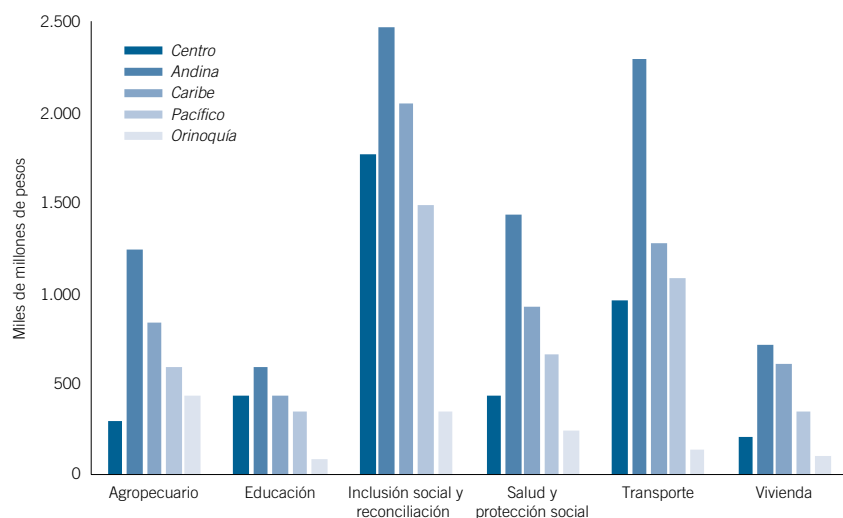


Fuente: Regionalización del presupuesto de inversión 2015-DNP.

Si bien el presupuesto de inversión del PGN para 2015 se incrementaría un 5% frente al del presente año, el presupuesto de inversión regionalizable se incrementaría en 10,74%. Dicho resultado se da de forma homogénea en todas las regiones del país.

Las regiones que verían incrementadas sus transferencias destinadas a inversión en mayor medida son la región Pacífico y Orinoquía. A nivel departamental, destacan en particular los crecimientos de la inversión que tendrían Chocó, Quindío, Tolima y Amazonas, registrando un crecimiento interanual de 48,2% en promedio.

Gráfico 75. Cifras preliminares de inversión 2015 por sectores



Fuente: Regionalización del presupuesto de inversión 2015 - DNP.

De los principales sectores de inversión en los departamentos, el sector que tendría una participación mayor dentro del total en el 2015 es el gasto en inclusión social y reconciliación (22% en promedio). Cabe mencionar que dentro de este gasto se incluyen programas clave de la política social del presente gobierno como lo son familias en acción y la atención a la población desplazada.

Es importante destacar además el significativo monto de inversión proyectada en el 2015 en el sector de transporte, principalmente en la región Andina, donde se planean invertir cerca de 2,3 billones de pesos.

II Cuadro 26. Distribución departamental de regalías
(Millones de pesos)

	Vigencia 2015-2016							
	Recursos de inversión	Recursos de ahorro			Total SGR	Total regalías 2013-2014	Participación 2015-2016	Participación 2013-2014
		Pasivo Pensional Territorial	Fondo de Estabilización	Total				
Antioquia	642.401	127.071	269.077	396.148	1.038.549	950.698	5,68	5,70
Atlántico	294.191	57.505	114.563	172.068	466.259	386.535	2,55	2,32
Bogotá	226.454	35.347	85.279	120.626	347.081	285.332	1,90	1,71
Bolívar	535.384	93.350	212.544	305.894	841.278	779.852	4,60	4,67
Boyacá	360.169	80.535	158.894	239.429	599.598	605.816	3,28	3,63
Caldas	169.569	34.670	66.784	101.454	271.024	229.799	1,48	1,38
Caquetá	223.889	39.618	85.831	125.449	349.338	291.777	1,91	1,75
Cauca	449.926	79.357	173.693	253.050	702.976	595.276	3,85	3,57
Cesar	348.730	59.648	193.981	253.629	602.358	836.067	3,30	5,01
Córdoba	616.327	88.866	252.365	341.231	957.558	955.418	5,24	5,73
Cundinamarca	350.803	84.212	143.527	227.739	578.542	499.122	3,17	2,99
Chocó	318.346	64.527	127.944	192.472	510.818	462.627	2,80	2,77
Huila	346.794	56.864	161.863	218.727	565.520	606.462	3,10	3,63
La Guajira	435.458	65.464	188.794	254.258	689.716	850.822	3,78	5,10
Magdalena	409.667	70.564	162.505	233.070	642.737	575.801	3,52	3,45
Meta	184.245	44.482	316.899	361.381	545.626	1.650.654	2,99	9,89
Nariño	509.760	92.031	198.765	290.796	800.556	683.536	4,38	4,10
Norte de Santander	334.652	57.497	139.203	196.700	531.352	458.047	2,91	2,75
Quindío	109.412	22.383	32.255	54.638	164.049	138.970	0,90	0,83
Risaralda	144.825	29.916	56.952	86.868	231.693	194.430	1,27	1,17
Santander	281.448	69.674	151.839	221.513	502.961	611.646	2,75	3,67
Sucre	379.865	63.309	163.373	226.682	606.548	609.000	3,32	3,65
Tolima	273.378	61.547	118.694	180.241	453.620	483.156	2,48	2,90
Valle del Cauca	387.236	61.712	146.446	208.157	595.394	487.551	3,26	2,92
Arauca	159.674	26.291	81.609	107.900	267.574	439.089	1,46	2,63
Casanare	175.665	32.447	123.989	156.436	332.102	1.011.830	1,82	6,06
Putumayo	189.384	30.899	89.698	120.596	309.981	316.099	1,70	1,89
San Andrés y Providencia	86.937	13.746	32.826	46.572	133.509	109.748	0,73	0,66
Amazonas	87.550	15.487	33.562	49.049	136.599	113.387	0,75	0,68
Guainía	72.658	14.169	28.387	42.556	115.214	96.565	0,63	0,58
Guaviare	109.469	18.455	41.668	60.124	169.592	136.563	0,93	0,82
Vaupés	73.118	13.987	28.372	42.359	115.477	96.566	0,63	0,58
Vichada	108.340	20.869	42.088	62.956	171.296	137.662	0,94	0,83
Total	9.395.724	1.726.498	4.225.456	5.951.954	18.269.825	16.685.905	100,00	100,00

Fuente: DNP.

2. Proyecciones

La elaboración de las proyecciones de crecimiento del PIB regional, y en particular el PIB departamental, parten de las estimaciones de Fedesarrollo del crecimiento del PIB total y las proyecciones de las grandes ramas de la actividad económica -agricultura, minería, industria, construcción, servicios públicos, comercio, transporte y telecomunicaciones, sector financiero y servicios sociales-. Es importante mencionar que las estimaciones tienen en cuenta la eventual recomposición sectorial a nivel regional y departamental. De esta forma, el valor agregado proyectado para cada región se obtiene como resultado de la suma de las proyecciones de producción anual para las diferentes ramas de actividad y su peso dentro del producto total en dicha zona.

Si bien la Orinoquía exhibió, durante el periodo 2008-2012, el mayor dinamismo económico, registrando un crecimiento

promedio de 11,7% anual, se proyecta una significativa desaceleración para el periodo 2014-2018 con un crecimiento promedio de 4,4%. Lo anterior se explica, principalmente, por la desaceleración esperada en el sector de explotación de minas y canteras. Por otra parte, a partir del 2015 se espera una dinámica destacada del producto de la región Caribe y la región Andina, registrando ambas un crecimiento promedio de 4,9% en los siguientes tres años en el escenario base, y siendo este superior en 20 pbs al crecimiento esperado del PIB nacional (Cuadro 27).

En cuanto a las previsiones departamentales, en 2014 se espera una desaceleración en los crecimientos de los departamentos mineros y petroleros, mientras el crecimiento de sectores no transables como servicios financieros y construcción jalonarán el crecimiento de los departamentos en los que éste tiene una alta participación (Cuadro 28).

II Cuadro 27. Pronósticos del PIB regional
(Variación anual, %)

Escenario		2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Caribe	Alto			5,8	5,5	6,5	6,2	6,7
	Base	5,6	4,0	5,0	4,8	5,0	5,0	5,2
	Bajo			4,5	4,3	3,9	3,6	3,7
Andina	Alto			4,6	4,2	6,2	6,1	6,0
	Base	3,0	4,8	4,4	3,9	5,1	4,1	5,0
	Bajo			3,2	2,9	4,3	3,9	3,9
Centro	Alto			5,7	5,1	6,1	5,9	6,0
	Base	3,5	3,4	4,5	4,3	5,0	5,1	5,1
	Bajo			4,3	4,1	4,3	3,9	3,9
Pacífico	Alto			3,7	4,0	5,5	5,3	5,4
	Base	4,3	5,1	3,4	3,3	4,4	4,3	4,4
	Bajo			2,5	2,9	3,7	3,4	3,3
Orinoquía	Alto			3,5	4,7	7,4	7,7	7,5
	Base	5,8	8,4	3,0	2,9	4,6	4,9	4,3
	Bajo			1,5	1,5	1,9	2,0	1,8

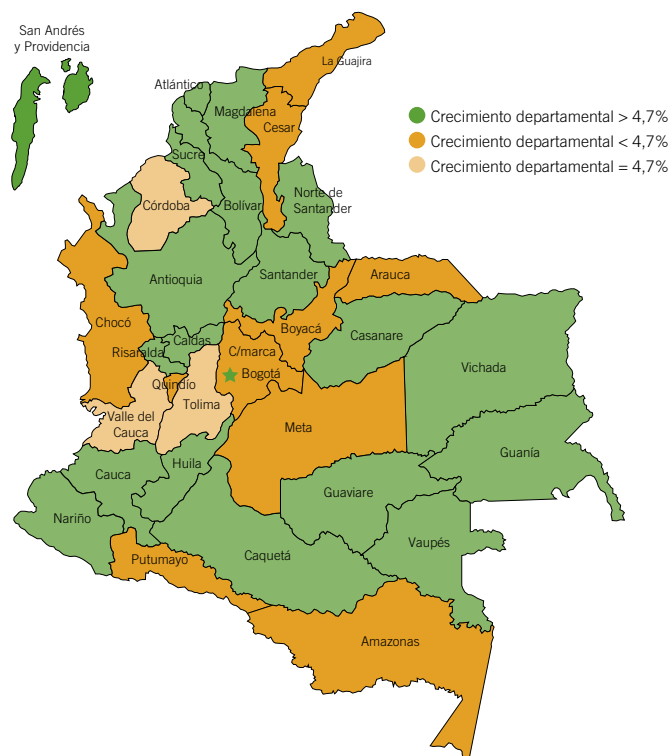
Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.

II Cuadro 28. Pronósticos del PIB departamental (Variación anual, %)

Departamentos	2014	2015	2016	2017	2018
Amazonas	3,8	3,9	4,5	4,2	4,3
Antioquia	4,8	4,6	4,8	4,6	4,6
Arauca	3,4	4,0	5,0	4,2	4,2
Atlántico	4,8	4,6	4,8	4,6	4,7
Bogotá D. C.	4,8	4,5	4,9	4,7	4,7
Bolívar	5,3	4,8	4,8	4,6	4,7
Boyacá	4,3	4,3	4,6	4,3	4,3
Caldas	4,8	4,5	4,6	4,5	4,5
Caquetá	5,3	4,2	4,6	4,5	4,4
Casanare	4,8	4,2	5,1	4,4	4,4
Cauca	4,8	4,4	4,5	4,3	4,4
Cesar	3,7	4,2	4,9	4,4	4,4
Chocó	2,5	4,1	4,8	4,3	4,3
Córdoba	4,7	4,2	4,7	4,4	4,3
Cundinamarca	4,3	4,5	4,5	4,2	4,3
Guanía	5,3	4,5	5,0	4,8	4,8
Guaviare	5,4	4,4	4,9	4,8	4,7
Huila	5,1	4,5	5,0	4,7	4,6
La Guajira	2,2	4,1	5,1	4,4	4,4
Magdalena	5,0	4,2	4,6	4,4	4,4
Meta	4,0	4,2	5,1	4,4	4,4
Nariño	4,9	4,3	4,8	4,6	4,5
Norte de Santander	4,9	4,3	4,7	4,5	4,5
Putumayo	4,0	4,1	5,0	4,4	4,4
Quindío	4,2	4,4	4,7	4,5	4,5
Risaralda	4,8	4,5	4,7	4,6	4,6
San Andrés y Providencia	4,9	4,1	4,8	4,6	4,7
Santander	4,9	4,9	4,8	4,6	4,6
Sucre	4,8	4,3	4,6	4,5	4,4
Tolima	4,7	4,3	4,7	4,4	4,4
Valle	4,7	4,6	4,7	4,6	4,6
Vaupés	5,2	4,3	4,9	4,7	4,7
Vichada	5,2	4,4	4,8	4,6	4,6
Total Colombia	4,7	4,5	4,7	4,6	4,6

Fuente: Modelo de equilibrio general de Fedesarrollo.

Gráfico 76. Proyecciones departamentales 2014

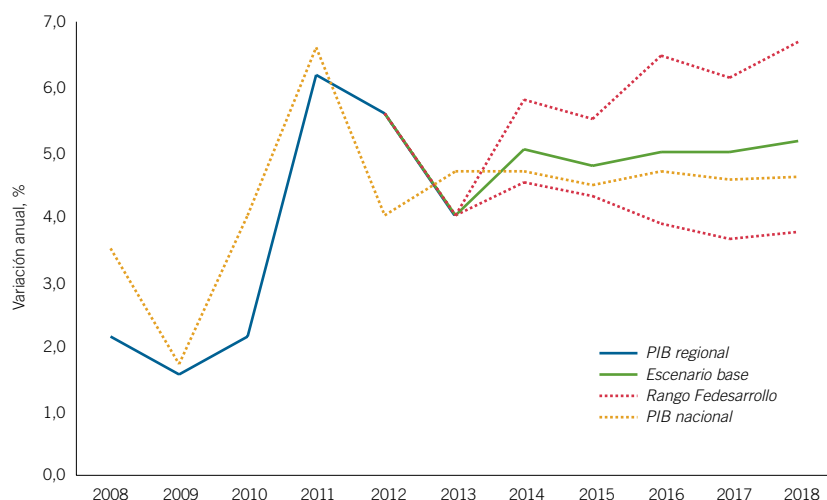


En términos generales, se proyecta que en el 2014 la región Caribe exhibiría un comportamiento superior al desempeño de la economía nacional, con tasas de crecimiento departamentales superiores a 4,7%. Con excepción de Cesar y La Guajira, que se espera que crezca a una tasa de 3,7% y 2,2% anual respectivamente.

Por su parte, los departamentos del centro del país obtendrían tasas de crecimiento sustancialmente inferiores a las del promedio nacional. En particular, se proyecta que Cundinamarca y Boyacá crecerían un 4,3% en 2014.

Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.

Gráfico 77. Crecimiento y pronóstico del PIB de región Caribe

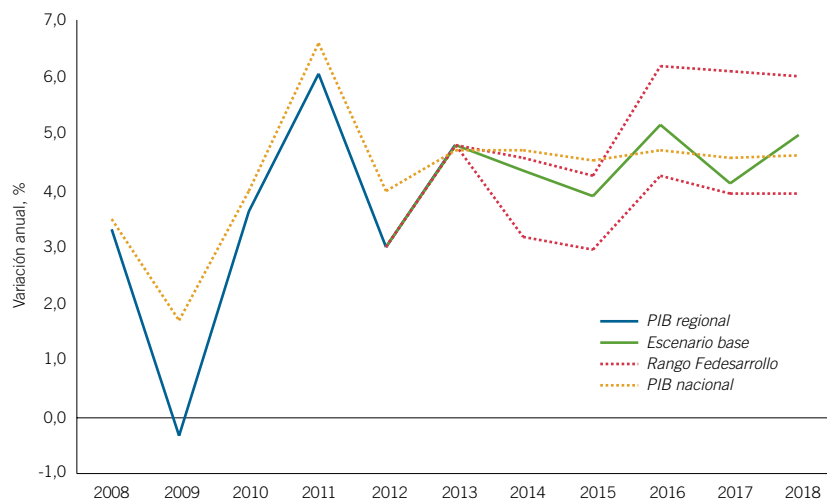


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

El crecimiento del PIB de la región Caribe para 2014 se proyecta 0,3 pps superior al esperado en la producción nacional para el escenario base (4,7%). Por su parte, en el escenario de crecimiento bajo se ubicaría 0,2 pps por debajo.

Para el 2015 se estima que el crecimiento regional se ubicará en 4,8%, pese a la desaceleración esperada en los departamentos mineros.

Gráfico 78. Crecimiento y pronóstico del PIB de región Andina

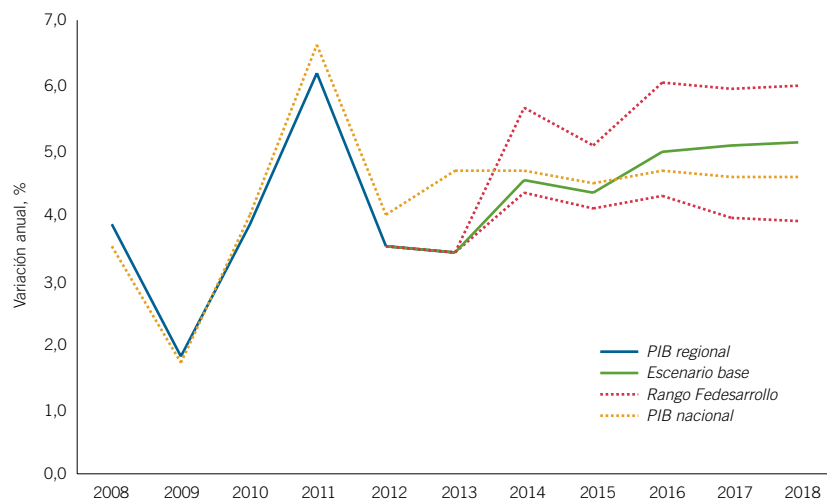


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

En el periodo 2008-2012, el crecimiento del PIB de la región Andina se mantuvo por debajo del crecimiento nacional, mientras que en 2013 la región registró un crecimiento que es 10 pbs superior al nacional.

A partir de 2014 la tendencia observada hasta 2012 se acentuaría, como consecuencia de la dinámica del sector industrial, lo cual se trasladaría en crecimientos del PIB regional ligeramente inferiores al crecimiento nacional hasta 2015.

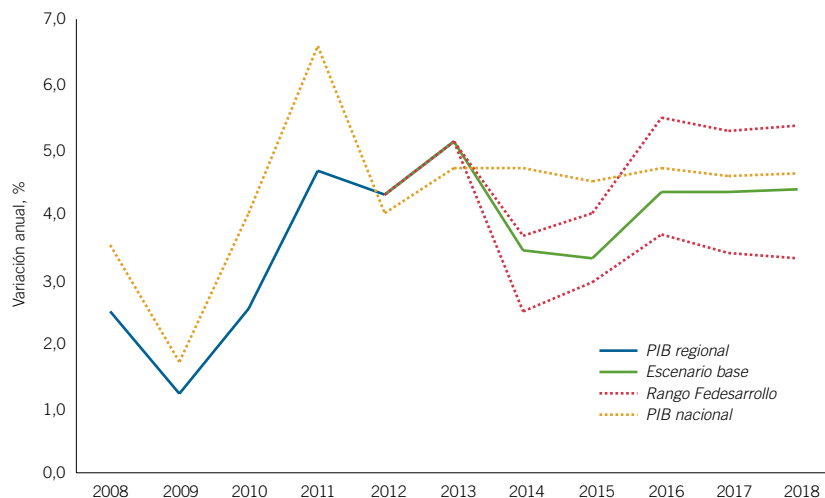
Gráfico 79. Crecimiento y pronóstico del PIB de región Centro



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Históricamente el crecimiento del PIB de la región Centro ha mantenido niveles paralelos a los registrados por el PIB nacional. Así mismo, Fedesarrollo prevé que dicha tendencia se mantenga en los próximos años, registrando en 2014 un crecimiento de 4,5% en el escenario base, valor que coincide con el proyectado para la producción total.

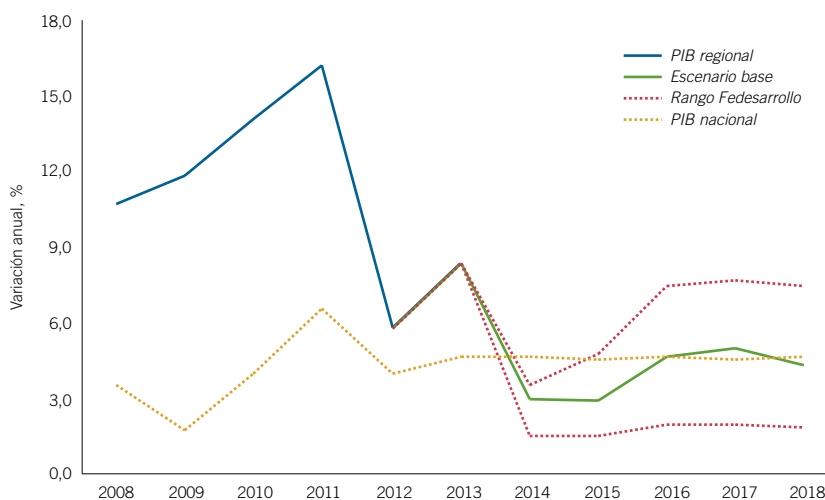
Gráfico 80. Crecimiento y pronóstico del PIB de región Pacífico



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Con excepción de lo exhibido en 2012 y 2013, la variación anual del PIB de la región Pacífica se ha mantenido de forma sostenida por debajo del crecimiento del total nacional. Sin embargo, se proyecta que para el 2014, dicha tendencia se mantendrá, dado que incluso en el escenario de crecimiento alto la variación anual del PIB de la región se ubicaría 1 pps por debajo.

Gráfico 81. Crecimiento y pronóstico del PIB de región Orinoquía



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

La variación interanual del PIB regional de la Orinoquía se ha mantenido permanentemente por encima de la variación del PIB nacional de forma significativa. En particular, para el 2013 la región registró un crecimiento de 8,4%, 3,7 pps superior al crecimiento nacional (4,7%).

Si bien las cifras de crecimiento han sido sustancialmente altas, como resultado principalmente del peso que tiene el sector de explotación de minas y canteras dentro del total producido (alrededor del 60% del PIB en 2013), a partir de 2014 se proyectan crecimientos inferiores a los del PIB nacional, en línea con la desaceleración estimada en el sector minero-energético.

RESUMEN DE PRONÓSTICOS

II Cuadro 29. Resumen Pronósticos Escenario Base

Resumen pronósticos	Unidades	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Actividad económica							
PIB	(%)	4,7	4,7	4,5	4,7	4,6	4,6
Sector externo							
Cuenta corriente	(% PIB)	-3,4	-4,2	-4,1	-3,8	-3,9	-4,0
Balanza comercial	(% PIB)	0,8	-0,2	0,2	0,2	-0,1	-0,4
Inflación							
Total	(%)	1,9	3,2	3,4	3,3	3,1	3,1
Transables	(%)	1,4	2,1	2,5	2,6	2,6	2,6
No transables	(%)	3,8	3,3	3,8	3,8	3,7	3,7
Tasas de interés							
Tasa repo cierre del año	(%)	3,25	4,5	5,0	5,25	5,25	5,25
DTF cierre del año	(%)	4,1	4,7	5,2	5,5	5,4	5,4
Fiscal							
Ingresos del GNC	(% del PIB)		17,0	16,5	17,2	17,8	18,5
Gastos del GNC	(% del PIB)		19,4	19,4	19,4	19,9	20,4
Balance del GNC	(% de PIB)		-2,4	-2,9	-2,2	-2,1	-1,9

Fuente: Fedesarrollo.

II Cuadro 30. Resumen Pronósticos Escenario Alto

Resumen pronósticos	Unidades	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Actividad económica							
PIB	(%)	4,7	5,1	5,2	5,4	5,5	5,4
Sector Externo							
Cuenta corriente	(% del PIB)	-3,4	-4,1	-3,7	-3,3	-3,3	-3,4
Balanza comercial	(% del PIB)	0,8	0,0	0,8	1,0	0,7	0,4
Inflación							
Total	(%)	1,9	3,5	3,7	3,5	3,3	3,3
Transables	(%)	1,4	1,2	1,5	1,3	1,1	1,1
No transables	(%)	3,8	3,9	4,2	4,1	4,0	4,0
Tasas de interés							
Tasa repo cierre del año	(%)	3,25	4,75	5,5	5,75	6	6
DTF cierre del año	(%)	4,1	5,1	5,7	6	6,3	6,3
Fiscal							
Ingresos del GNC	(% del PIB)		17	17,1	17,2	17,8	18,5
Gastos del GNC	(% del PIB)		19,4	19,4	19,3	19,7	20,2
Balance del GNC	(% del PIB)		-2,4	-2,3	-2,1	-1,9	-1,7

Fuente: Fedesarrollo.

II Cuadro 31. Resumen Pronósticos Escenario Bajo

Resumen pronósticos	Unidades	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Actividad económica							
PIB	(%)	4,7	4,4	3,4	3,4	3,4	3,4
Sector Externo							
Cuenta corriente	(% del PIB)	-3,4	-4,4	-4,8	-4,6	-4,8	-4,9
Balanza comercial	(% del PIB)	0,8	-0,4	-0,8	-0,9	-1,4	-1,7
Inflación							
Total	(%)	1,9	2,9	2,9	2,9	2,8	2,8
Transables	(%)	1,4	2,4	2,8	3,2	3,4	3,4
No transables	(%)	3,8	3	3,2	2,9	2,8	2,8
Tasas de interés							
Tasa repo cierre del año	(%)	3,25	4,5	3,5	3,25	3,5	3,5
DTF cierre del año	(%)	4,1	3,7	3,7	3,5	3,6	3,6
Fiscal							
Ingresos del GNC	(% del PIB)	16,9	17	16,3	17,2	17,9	18,4
Gastos del GNC	(% del PIB)	18,3	19,4	19,6	19,6	20,2	20,7
Balance del GNC	(% del PIB)	-2,3	-2,4	-3,3	-2,4	-2,3	-2,3

Fuente: Fedesarrollo.

Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2014 - 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



Fedesarrollo

Calle 78 No. 9-91 | Tel.: 325 97 77 | Fax: 325 97 80 | A.A.: 75074

<http://www.fedesarrollo.org.co> | Bogotá, D.C., Colombia