



Prospectiva Económica

Noviembre 2015



MAESTRÍAS ICESI|360

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.

Diferenciadores académicos

- ✓ 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 habilidades técnicas para analizar y solucionar problemas económicos.
- ✓ Ambiente académico único con grupos pequeños (menos de 12 estudiantes).
- ✓ 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

La Universidad Icesi ofrece ayuda financiera a un número de estudiantes sobresalientes y calificados, brindando becas a cambio de servicios de asistencia docente o de investigación en el Departamento de Economía y otros centros de investigación de Icesi. La beca incluye el 100% de la matrícula académica y una remuneración de 1,5 s.m.m.v.



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



ACREDITACIÓN INSTITUCIONAL
DE ALTA CALIDAD



40 | AÑOS DE
PROGRESO
SOSTENIBLE

Crecimiento que multiplica oportunidades

Lideramos la revolución del gas natural en Colombia y nuestra experiencia nos convierte en socio estratégico para dinamizar los mercados de energía y gas en América Latina. Mejoramos la calidad de vida de millones de habitantes protegiendo nuestro entorno y buscando siempre desarrollar nuevas oportunidades para la región.

Nuestro
portafolio
incluye:



Transporte y distribución
de gas natural y GNL



Soluciones integradas
para la industria



Generación y distribución
de energía eléctrica

20 compañías | Colombia | Perú

ENERGÍA QUE IMPULSA BIENESTAR

www.promigas.com




PROMIGAS



COLECCIÓN DE ARTE BANCO DE LA REPÚBLICA

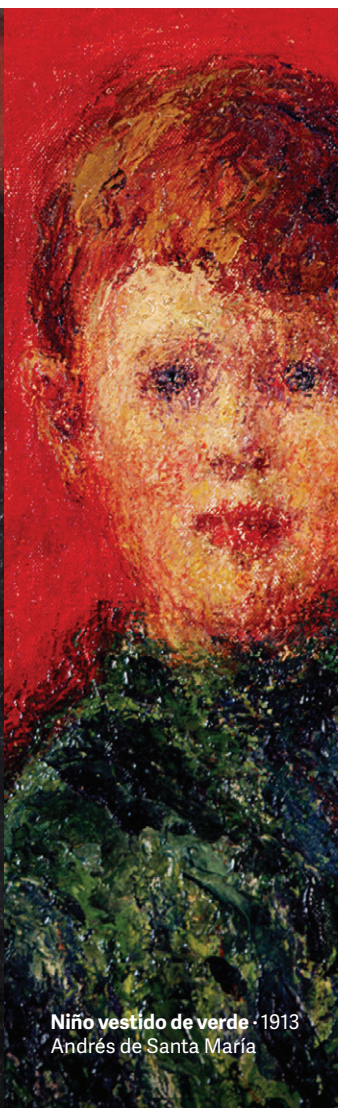
Museo de Arte del Banco de la República · Calle 11 # 4 - 21
Biblioteca Luis Ángel Arango, Casa Republicana · Calle 11 # 4 - 21
Bogotá D.C. Colombia · Entrada Gratuita
www.banrepcultural.org/museos-y-colecciones



Virgen Orante · 1680
Gregorio Vázquez
de Arce y Ceballos



Niño con sombrero rojo · 1865
Epifanio Garay



Niño vestido de verde · 1913
Andrés de Santa María



El sembrador · 1958
Lucy Tejada



Si nada cambia · 2009
(Serie presente)
Catalina Jaramillo Quijano



Banrepcultural
Ahora
en su
celular

Descargue la aplicación en:



PROSPECTIVA ECONÓMICA

DIRECTOR EJECUTIVO

Leonardo Villar

DIRECTOR DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO Y SECTORIAL

Camila Pérez

EDITORES PROSPECTIVA ECONÓMICA

Leonardo Villar

Camila Pérez

ANALISTAS ECONÓMICOS

Viviana Alvarado

Diego Auvert

Carlos Antonio Mesa

Camila Orbegozo

Juan Andrés Páez

Marcela Rey Hernández

OFICINA COMERCIAL

Tel.: (571) 325 97 77 | Ext.: 340

mruiz@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



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

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

Contenido

1	¿QUÉ HA PASADO EN 2015?
Pag 9	1. Introducción
2	ACTIVIDAD PRODUCTIVA
Pag 15	1. ¿Qué ha pasado en 2015?
	1.1. Evolución sectorial
	1.2. Evolución por componente de gasto
	2. Proyecciones
	2.1. Estimación de crecimiento para 2015 y 2016
	2.2. Prospectiva 2016-2019
3	SECTOR EXTERNO
Pag 37	1. ¿Qué ha pasado en 2015?
	1.1. Contexto Internacional
	1.2. Sector externo colombiano
	2. Proyecciones
4	POLÍTICA FISCAL
Pag 55	1. ¿Qué ha pasado en 2015?
	1.1. La regla fiscal y el Marco Fiscal de Mediano Plazo
	1.2. Balance fiscal 2014 y perspectivas 2015
	1.3. Recaudo tributario en 2015
	2. Proyecciones
	2.1. Presupuesto General de la Nación para 2016
	2.2. Proyecciones fiscales en el mediano plazo
5	POLÍTICA MONETARIA Y VARIABLES FINANCIERAS
Pag 66	1. ¿Qué ha pasado en 2015?
	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 81	1. ¿Qué ha pasado?
	1.1. Resultados 2014
	1.2. Actividad productiva, comercio exterior y sistema financiero
	2. Proyecciones

NUEVO

**Prueba
el poder de**

NUEVO!

Toddy

CREMOSO SABOR A CHOCOLATE

**FORTIFICADO CON
VITAMINAS**
B3 B2
B1 D

**CON SU CREMOSO E
IRRESISTIBLE SABOR
A CHOCOLATE.**



Alimentos Polar

CARTA DE LOS EDITORES

Estimado suscriptor:

Para 2016 se estima que la economía colombiana crezca 2,7%, en un entorno de alta volatilidad de los mercados internacionales, como resultado de los bajos precios del petróleo, la desaceleración económica de China y la posibilidad de un incremento en las tasas de la Reserva Federal de Estados Unidos. Si bien el crecimiento proyectado para Colombia el año entrante está por encima del promedio de América Latina, algunos elementos dentro del panorama económico local generan incertidumbre y deben ser estudiados con la mayor rigurosidad. Dentro de ellos es importante resaltar el cambio en la postura monetaria del Banco de la República como respuesta a las presiones inflacionarias -que podrían continuar por la intensificación del fenómeno del Niño-, y el efecto de los bajos precios del petróleo en la economía, que se traducirá en un significativo déficit de la cuenta corriente, el deterioro en las cuentas fiscales y la necesidad de una reforma tributaria.

En este contexto, Prospectiva Económica consigna de manera clara y completa, la evolución y las proyecciones de las principales variables macroeconómicas del país, constituyéndose en una herramienta central para los ejercicios de análisis y planeación estratégica de sus suscriptores, bien sea desde el ámbito de las 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, que permiten 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

Camila Pérez Marulanda
Directora de Análisis Macroeconómico y Sectorial

FORMAR PARTE DEL ÍNDICE DE SOSTENIBILIDAD DOW JONES Y DEL CLIMATE DISCLOSURE LEADERSHIP INDEX REFLEJA NUESTRO ESPÍRITU DE LUZ VERDE.

Cementos Argos es hoy una de las tres compañías cementeras en el mundo que hacen parte de los índices global y de mercados emergentes de Dow Jones, con destacados resultados en sus tres dimensiones: social, ambiental y económica.

Adicionalmente, debido las buenas prácticas en sostenibilidad y a la calidad y transparencia de la información relacionada con el cambio climático, divulgada por la compañía por medio del Carbon Disclosure Project (CDP), Argos fue incluido en el *ranking* Climate Disclosure Leadership Index (CDLI) y reconocido como una de las ocho empresas líderes de Latinoamérica.

La importancia que traen consigo estos reconocimientos refleja el trabajo y compromiso de la compañía con la sostenibilidad como pilar fundamental para el desarrollo.

MEMBER OF
Dow Jones
Sustainability Indices
In Collaboration with RobecoSAM



ARGOS

¿QUÉ HA PASADO EN 2015?

1. Introducción

Durante el 2015, las perspectivas de crecimiento económico a nivel mundial se han deteriorado con respecto a lo esperado por los analistas y organismos internacionales. Por un lado, las economías desarrolladas han mantenido una expansión moderada, con una leve recuperación de los países de la zona Euro y una menor perspectiva de crecimiento de Estados Unidos en lo corrido del año. Por su parte, las expectativas de crecimiento para los países en desarrollo también se han reducido, en especial para la región de América Latina con contracciones fuertes para las economías de Brasil, Venezuela y Ecuador. Así, el Fondo Monetario Internacional pronostica un crecimiento mundial para 2015 del orden del 3,1%, con una expansión del 2,0% para las economías avanzadas y del 4,0% para las emergentes.

Los principales choques que han enfrentado las economías emergentes se relacionan con el fin del ciclo ascendente de los precios de los *commodities*. En particular, algunos países en desarrollo, como Colombia, se han visto fuertemente afectados en el plano fiscal y externo dada su alta dependencia de la exportación de productos básicos. Adicionalmente, el menor crecimiento de la economía de China, junto con el posible endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, han generado una gran volatilidad internacional, que impacta negativamente a las economías emergentes.

En medio de esta coyuntura externa desfavorable, la economía colombiana ha experimentado un crecimiento modesto. La expansión del PIB en el primer semestre de 2015 se ubicó en 2,9%, lo que representa una desaceleración de 2,5 puntos porcentuales (pps) frente al mismo periodo del año anterior. Sin embargo, Colombia sigue creciendo

por encima del promedio de América Latina, superando el desempeño de países como Chile y México. El crecimiento económico en el primer semestre del año estuvo impulsado por los sectores de construcción y comercio, cuyas variaciones anuales fueron de 6,7% y 4,4%, respectivamente. En particular, el subsector de obras civiles se ha consolidado como uno de los principales impulsores de la economía nacional, mientras que la agricultura y el transporte se han desacelerado notablemente. Cabe destacar que la industria fue el único sector que exhibió una variación anual negativa en el primer semestre de 2015, manteniendo un dinamismo muy por debajo del promedio nacional.

No obstante, los indicadores más recientes muestran que la caída de la producción industrial se frenó y que el sector comienza a recuperarse. El Índice de Producción Industrial (sin trilla de café) registró un crecimiento promedio de 1,6% en el tercer trimestre del año. Del mismo modo, el Índice de Confianza Industrial (ICI) exhibió una recuperación en el tercer trimestre de 2015, mientras que el Índice de Confianza Comercial (ICCO) mantuvo un dinamismo favorable durante el mismo periodo, sobre todo gracias a una buena percepción de los encuestados sobre la situación económica de sus empresas.

Al analizar el PIB por el lado de la demanda, se observa una fuerte desaceleración en el componente de la inversión. En el primer semestre del año, este rubro tuvo un crecimiento inferior en 10 pps al registrado en el mismo periodo de 2014. De igual forma, sobresale la caída en el dinamismo del consumo del gobierno, el cual exhibió un crecimiento inferior al del promedio de la economía. Los componentes de

comercio exterior mostraron un comportamiento heterogéneo en el primer semestre de 2015. Mientras las importaciones registraron un incremento anual de 3,4% en términos reales (3,7 pps por debajo del crecimiento exhibido un año atrás), las exportaciones reales presentaron una caída de 0,2% (4,3 pps por encima del crecimiento observado en 2014).

En términos de sus valores en dólares, las exportaciones FOB disminuyeron 34,9% en el periodo enero-septiembre de 2015 con respecto al mismo periodo del año anterior. Aunque el valor de las importaciones FOB también se contrajo de manera importante, en 13,1%, el menor dinamismo de la demanda externa y la caída en los precios externos de nuestros productos de exportación, especialmente el café y el carbón, han generado una ampliación del déficit en cuenta corriente. En efecto, en el primer semestre del año, ese déficit alcanzó a representar el 6,2% del PIB.

En línea con el comportamiento de la economía por componente de gasto, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) mostró una caída en la primera mitad del año, la cual se profundizó en los meses de julio y agosto. Sin embargo, a partir de septiembre se ha observado una recuperación, que llevó el balance del ICC a 6,8% en octubre tras haber sido negativo en agosto. Aun así, ese balance se mantiene considerablemente por debajo de los niveles que tenía un año atrás.

Con respecto a las cifras monetarias, la inflación se ha ubicado por encima del rango objetivo del Banco de la República (2%-4%) desde febrero del presente año, alcanzando en

octubre el nivel más alto observado desde marzo de 2009 (5,89%). Las mayores presiones inflacionarias han provenido del componente de alimentos y de bienes y servicios transables, los cuales han respondido al Fenómeno del Niño y a los mayores niveles de tasa de cambio. La aceleración de la inflación en los últimos meses, junto con el fuerte aumento de las expectativas de inflación, llevó a la Junta Directiva del Banco de la República a incrementar en 100 pbs la tasa de referencia en sus tres últimas reuniones, tras un año de estabilidad en la política monetaria.

En el frente fiscal, se espera que este año el gobierno cumpla con los lineamientos establecidos en la regla fiscal, la cual exige un déficit fiscal total de 3% del PIB. El cumplimiento de esta meta requirió de un ajuste de gastos de \$9 billones para esta vigencia, como respuesta a la caída de los ingresos totales del Gobierno Nacional Central (GNC) –principalmente por el detrimento en la renta petrolera- y al impacto negativo de la depreciación sobre el pago de intereses de la deuda externa. El presupuesto aprobado para 2016 también ha tenido un ajuste importante. Probablemente, sin embargo, ello no será suficiente para lograr que en el año que entra se cumpla con la proyección de déficit fiscal planteada por el gobierno en 3,6% del PIB. Fedesarrollo estima que ese déficit podría acercarse al 4% del PIB y que para garantizar el cumplimiento de la regla fiscal en los años subsiguientes el gobierno deberá plantear a la mayor brevedad una reforma tributaria estructural que, aparte de corregir muchos problemas de la estructura tributaria actual, incremente el recaudo en cerca de 2 pps del PIB a partir de 2017.



145 años
TRABAJANDO JUNTOS



VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

Continuaremos apoyando el crecimiento empresarial de nuestro país, a través de los equipos de especialistas y un portafolio de servicios integral.



Banco de Bogotá



Avancemos

Grupo
AVAL

Maestría en Economía Aplicada MEcA



Dirigido a: profesionales universitarios, economistas o no, interesados en aplicar los conceptos económicos a necesidades empíricas del mercado laboral, en el sector público o privado.

Título que otorga: Magíster en Economía Aplicada

Duración: Año y medio en su ciclo avanzado y de profundización. La duración del ciclo de nivelación es de un semestre.

Horario: Nocturno. Lunes a viernes de 6:00 p.m. a 9:00 p.m. Sábados de 7:00 a.m. a 12:00 m.

Inscripciones ciclo de nivelación : hasta el 2 de diciembre 2015

Inscripciones 2016: 18 de enero al 8 de abril de 2016

<https://economia.uniandes.edu.co/maestria-meca/admisiones>

Mayores informes:

<https://economia.uniandes.edu.co/meca>

infoposgradoeconomia@uniandes.edu.co

Teléfono: (571) 339 4949/99 ext. 3193 - 2470



Admisiones Abiertas

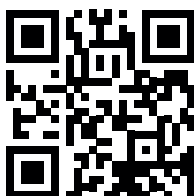
Especializaciones

- Diseño Estratégico e Innovación SNIES: Medellín 7905
- Derecho Comercial SNIES: Medellín 1219 / Cali 15314
- Gerencia SNIES: Medellín y Oriente Antioqueño 15340 / Armenia 54365 / Bucaramanga 11257 / Palmira 9257
- Gerencia de la Comunicación Organizacional SNIES: Medellín 1217 / Bucaramanga 4279
- Gerencia de Marketing SNIES: Medellín 12702 / Armenia 54366 / Palmira 54553 / Montería 7242
- Gerencia de Mercadeo (Enfoque Promocional) SNIES: Medellín 10224
- Gestión de la Innovación Tecnológica SNIES: Medellín 9360
- Gestión Humana (Enfoque a la Psicología y a las Organizaciones Saludables) SNIES: Medellín 8718
- Inteligencia de Negocios (Business Intelligence) SNIES: Medellín 91061 / Bogotá 101562
- Estrategia Gerencial y Prospectiva SNIES: Medellín 12106

Maestrías

- Comportamiento del Consumidor SNIES: Medellín 102411
- Comunicación Organizacional SNIES: Medellín 54646
- MBA - Administración (Pasantía Internacional) SNIES: Medellín 20808 / Montería 101928 / Armenia 102523
- Mercados SNIES: Medellín 101457 / Bogotá 101882
Énfasis: Análisis de Mercados / Promocional
- Gestión de la Propiedad Intelectual SNIES: Medellín 104804

Conozca nuestro
portafolio académico
en Colombia



Informes:

upb.contacto@upb.edu.co
formacion.avanzada@upb.edu.co

Síguenos:



Formación integral para la transformación social y humana

www.upb.edu.co

UPB en Colombia: Medellín y Marinilla (Antioquia) · Bucaramanga · Montería · Palmira · Bogotá

Universidad Autónoma de Occidente - Cali, Colombia

POSGRADOS

Elige seguir creciendo

Estamos en inscripciones

Facultad de Ingeniería

- Maestría en Higiene y Seguridad Industrial
- Maestría en Logística Integral
- Especialización en Seguridad Informática
- Especialización en Higiene y Seguridad Industrial
- Especialización en Automatización de Equipos y Procesos Industriales
- Especialización en Electromedicina y Gestión Tecnológica Hospitalaria

Facultad de Ciencias Básicas

- Maestría en Ciencias Ambientales
- Especialización en Gestión Ambiental modalidad virtual

Facultad de Ciencias Económicas y Administrativas

- Maestría en Administración de Empresas
- Especialización en Mercadeo
- Especialización en Finanzas
- Especialización en Gestión de Normas Internacionales de Información Financiera

Facultad de Comunicación Social

- Especialización en Comunicación Organizacional



Informes: PBX (2) 318 8000, ext. 11190
Línea gratuita 01 8000 913435
admsionpostgrado@uao.edu.co

www.uao.edu.co

Códigos Snies: 90833, 539941, 91041, 20121, 20102, 20103, 90793, 20123, 20122, 103913, 20110, 102087, 20105

Institución de educación superior sujeta a inspección y vigilancia por el Ministerio de Educación Nacional



Vive el conocimiento, construye tu vida

ACTIVIDAD PRODUCTIVA

1. ¿Qué ha pasado en 2015?

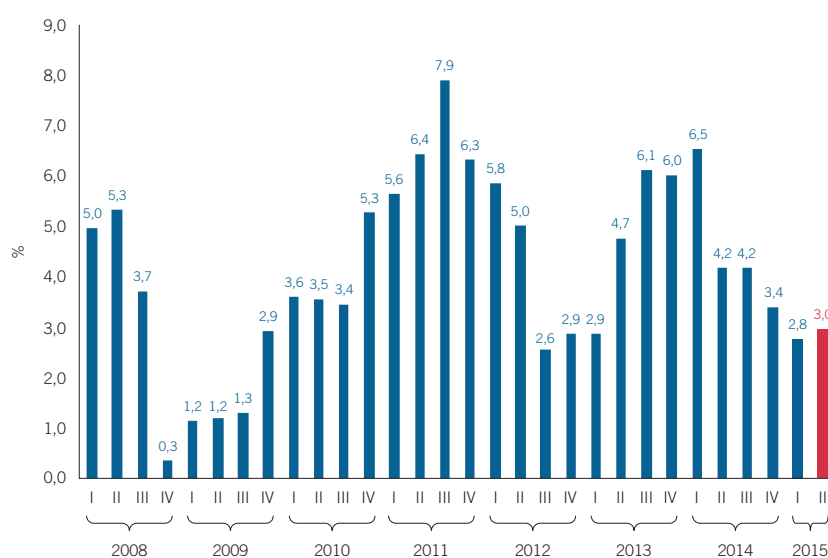
El crecimiento de la economía colombiana en el primer semestre del año fue de 2,9%, en línea con lo esperado por el consenso de analistas. Pese a que el resultado del segundo trimestre fue superior en 0,2 pps al del primer trimestre, el crecimiento en la primera mitad del año se ubicó por debajo de la cifra de 2014 (Gráfico 1). Con relación al mismo periodo del año anterior, la economía mostró una desaceleración de 2,5 pps¹.

El modesto desempeño económico del país se debe fundamentalmente a factores externos, como el desfavorable comportamiento del precio internacional del petróleo y la desaceleración de las economías de la región, especialmente Venezuela y Ecuador. En el caso de Venezuela, las relaciones comerciales se han visto afectadas de manera dramática por la recesión de esta economía, los diferenciales cambiarios y los complejos controles impuestos en ese país. A ello se ha unido el cierre de la frontera en el periodo más reciente, el cual incide negativamente sobre la economía colombiana, no solo por el impacto directo en el comercio sino por las exportaciones colombianas hacia terceros países que salían tradicionalmente

a través de Venezuela, como es el caso del carbón. Todos estos elementos han afectado el desempeño industrial y generado una fuerte devaluación del peso, cuyo impacto sobre la inflación empieza a afectar también el desempeño económico general.

A pesar de la moderación en el ritmo de expansión, la economía colombiana sigue creciendo por encima del promedio de América Latina. Frente a los países miembros de la Alianza del Pacífico, Colombia y Perú fueron las economías con el mejor desempeño en el segundo trimestre de 2015,

II Gráfico 1. Dinámica reciente del crecimiento del PIB



Fuente: DANE - Cálculos Fedesarrollo.

¹ De acuerdo con la última revisión del DANE, el crecimiento del PIB en el segundo trimestre de 2014 fue de 4,2%, 0,1 pps por encima de la estimación anterior.

con tasas de crecimiento de 3,0%, seguidos por México (2,2%) y Chile (1,9%).

En el frente laboral, si bien la tasa de desempleo había mantenido una tendencia decreciente en el primer semestre del año, en los meses de agosto y septiembre mostró un ligero deterioro. La evolución reciente de la tasa de desempleo en Colombia se asemeja a lo observado en otros países de la región, en donde la pérdida de dinamismo económico ha afectado en forma moderada a los mercados laborales, lo cual podría deberse a que gran parte de la desaceleración se debe al menor crecimiento de sectores como la minería, caracterizados por ser intensivos en capital y poco generadores de empleo.

En las próximas dos subsecciones se analiza con mayor detalle la evolución de los principales indicadores del sector real. En la primera se resume el comportamiento del PIB por el lado de la oferta, mientras que en la segunda se analiza la producción por el lado de la demanda. La sección 2 de este capítulo, por su parte, se concentra en las proyecciones de crecimiento para 2015 y 2016.

1.1. Evolución sectorial

El crecimiento económico en el primer semestre de 2015 estuvo impulsado por los sectores de construcción y comercio, cuyas variaciones anuales fueron de 6,7% y 4,4%, respectivamente. En particular, sobresale el buen desempeño del subsector de obras civiles, con una expansión anual de 7,6%. Por su parte, el subsector de edificaciones creció 5,6%, lo cual se explica por una expansión de 16,8% en la construcción de edificaciones no residenciales, que compensó la caída en la construcción de edificaciones residenciales (-5,5%). En el tercer trimestre, los principales indicadores adelantados del sector mantuvieron un dinamismo importante: los despachos de cemento crecieron 7,5% y las ventas de vivienda reportadas por Camacol continúan mostrando una tendencia creciente (ver Recuadro 1).

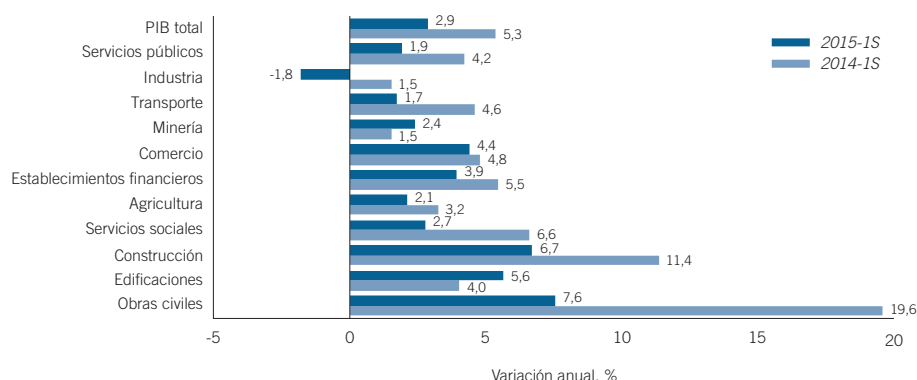
A los sectores de construcción y comercio le siguen en su orden: establecimientos financieros (3,9%), servicios sociales (2,7%) y minería (2,4%), los cuales aportaron 1,6 pps al crecimiento semestral. Pese a la difícil coyuntura interna, en el primer semestre ocho de los nueve sectores crecieron, tres de ellos por encima del crecimiento promedio de la economía (2,9%). Por su parte, los sectores agropecuario (2,1%); electricidad, gas y agua (1,9%) y transporte, almacenamiento y comunicaciones (1,7%) registraron niveles de expansión positivos, pero inferiores al promedio de la economía. El único sector que exhibió una variación anual negativa en el primer semestre fue el de industria manufacturera, con una contracción de -1,8% (Gráfico 2A).

El sector de explotación de minas y canteras creció 2,4% en el primer semestre, como consecuencia de una expansión de 8,4% en el subsector de extracción de minerales no metálicos y de 3,9% en la extracción de petróleo crudo y gas natural. El notable crecimiento del subsector de minerales no metálicos obedece a un incremento de 46,4% en la producción de esmeraldas y de 7,3% en el subsector de minerales utilizados en la construcción. Por su parte, el crecimiento del valor agregado del subsector de petróleo crudo y gas natural estuvo explicado por una expansión de 4,3% en la producción de crudo. En contraste, las extracciones de carbón mineral y de minerales metalíferos registraron una variación anual de -3,7% y -2,4%, respectivamente. El mal desempeño del subsector de carbón se explica parcialmente por la decisión de la Corte Constitucional de restringir el funcionamiento nocturno del mayor tren transportador de carbón del país (FENOCO).

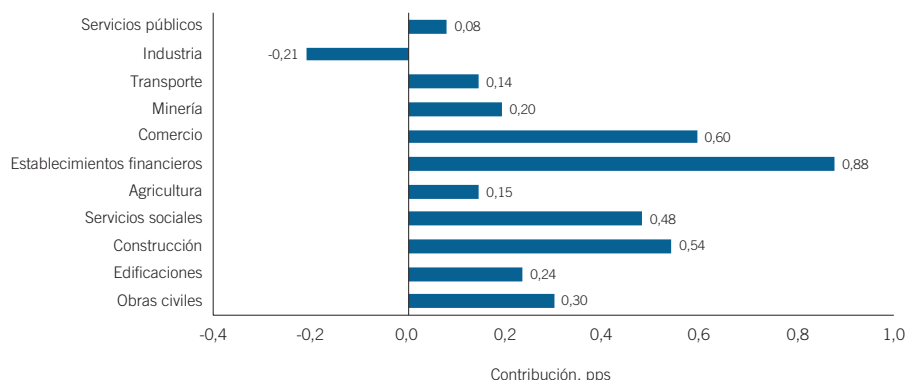
La producción del sector agrícola en el primer semestre aumentó 2,1% frente al mismo periodo de 2014, lo cual se explica por una expansión de 9,0% en la producción de café (uno de los subsectores de mayor dinamismo en 2015) y de 3,3% en la producción pecuaria y de caza. La expansión del sector cafetero se debe a una mayor producción -tras el programa de renovación cafetera- la cual se ubica en niveles altos con respecto a los últimos años.

II Gráfico 2. Crecimiento del PIB por sectores de actividad productiva

A. Crecimiento sectorial en 2015 1S



B. Contribución sectorial en 2015 1S



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Como se mencionó anteriormente, el único sector que registró una variación anual negativa fue el de industria manufacturera, con una contracción de -1,8% frente al primer semestre de 2014. Las actividades que registraron mayores reducciones y que explican el bajo desempeño del sector fueron: preparación e hilatura de fibras textiles (-11,8%) y productos de la refinación de petróleo (-11,0%). El modesto desempeño del subsector de refinación de petróleo, cuya participación dentro del PIB industrial es cercana al 12%, se debe al cierre de la Refinería de Cartagena.

No obstante, el Índice de Producción Industrial (sin trilla de café) mostró una recuperación en el tercer trimestre, con

un crecimiento promedio de 1,6%. Lo anterior se explica principalmente por el buen desempeño de los subsectores de: elaboración de bebidas, fabricación de productos de plástico y fabricación de productos minerales no metálicos, los cuales aportaron 1,1 pps al crecimiento de la producción industrial.

Del mismo modo, el Índice de Confianza Industrial (ICI) muestra una recuperación en el tercer trimestre, con una leve corrección en el mes de octubre. En la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de octubre, el ICI se ubicó en un balance de 2,1%, lo que representa una caída de 0,6 pps con respecto al mismo mes de 2014 y de 4,2 pps frente a septiembre. Ajustando la serie por factores estacionales, el índice muestra una leve caída, tras dos meses consecutivos de recuperación (Gráfico 3).

El ICI está conformado por tres componentes: el volumen actual de pedidos, el nivel de existencias y las expectativas de producción para los próximos tres meses. La reducción del ICI con respecto a octubre de 2014 está explicada por una caída de 6,3 pps en el componente de expectativas de producción para el próximo trimestre. Por su parte, el indicador del nivel de existencias se mantuvo inalterado en 0,8%, mientras que el componente de pedidos registró un incremento de 4,5 pps.

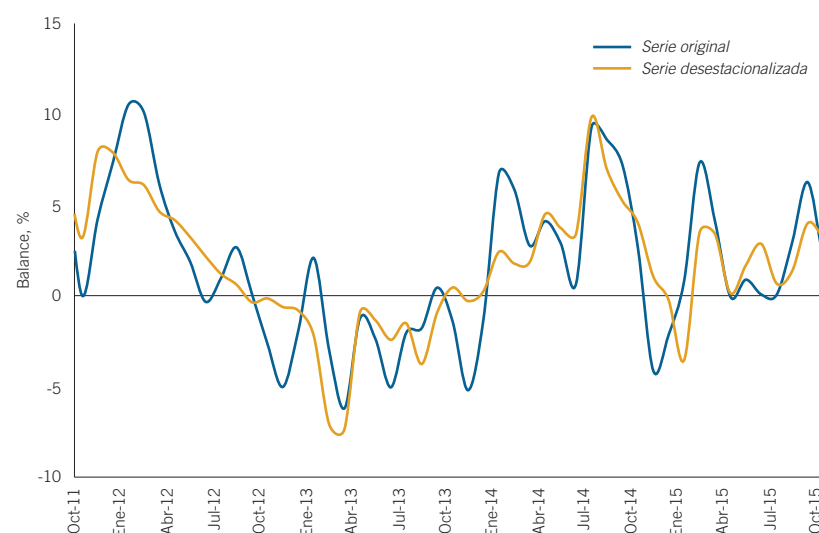
El indicador ajustado estacionalmente del nivel de existencias mantiene una tendencia decreciente en lo corrido del año - indicando una mejoría en la situación de la demanda. Por su parte, el índice ajustado del volumen

actual de pedidos mostró un aumento frente a septiembre y con relación a octubre de 2014. En lo corrido del año, este componente mantiene una tendencia creciente, que solo fue interrumpida en el mes de abril. Las expectativas de producción para el próximo trimestre mostraron una caída tras dos meses consecutivos de recuperación.

Por su parte, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) mantuvo un dinamismo favorable en el tercer trimestre, aunque se mantiene por debajo de los registros de 2014. El buen desempeño de este indicador se debe en gran medida a una favorable percepción de los encuestados sobre la situación económica de sus empresas. En octubre, la confianza de los comerciantes se ubicó en un balance de 20,5%, lo que representa una caída de 0,4 pps frente al mes anterior y una mejora de 1,1 pps con relación a octubre de 2014 (Gráfico 4).

El ICCO está compuesto por tres elementos: la percepción sobre el nivel de existencias, el indicador de la situación económica actual de la empresa y las expectativas sobre la situación económica para el próximo semestre. La contracción del ICCO con respecto a septiembre se debe a un deterioro de 2,8 y de 1,2 pps en los componentes del nivel de existencias y de expectativas de situación económica para los próximos seis meses, respectivamente. Por su parte, el componente que mide la percepción de los comerciantes sobre la situación económica actual de la empresa mostró una mejora de 2,9 pps. En la comparación interanual, la recuperación en la confianza comercial está explicada principalmente por una reducción de 7,8 pps en el componente de existencias, y en menor

■ Gráfico 3. Índice de Confianza Industrial (ICI)



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

■ Gráfico 4. Índice de Confianza Comercial (ICCO)



Nota: PM3 corresponde al promedio móvil tres meses.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial - Fedesarrollo.

medida, por una mejora de 1,0 pp en el indicador de situación económica actual. Por su parte, el componente de expectativas exhibió una caída de 5,5 pps.

Asimismo, las ventas reales de comercio al por menor excluyendo vehículos y combustibles mantienen un dinamismo importante, pese a la desaceleración económica. De esta manera, el Índice de Comercio al por Menor registró un crecimiento promedio de 8,2% en el tercer trimestre.

1.2. Evolución por componente de gasto

Desde el punto de vista de la demanda, el crecimiento de la economía en el primer semestre estuvo impulsado por la inversión y el consumo privado, con variaciones anuales de 4,2% y 3,6%, respectivamente. El crecimiento del consumo privado se explica por una expansión de 4,1% en el consumo de servicios y de 3,7% en el consumo de bienes no durables. En el primer semestre, el consumo de los hogares registró una desaceleración con respecto al semestre anterior (4,7%) y frente al mismo periodo de 2014 (4,0%). El consumo del gobierno mostró -al igual que el consumo privado- un dinamismo inferior al del primer semestre (4,5%) y al del mismo periodo de 2014 (8,1%).

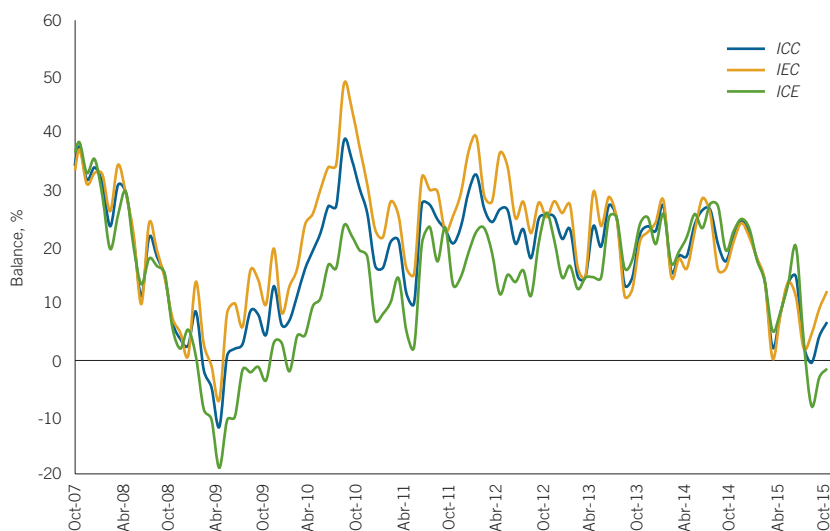
En línea con el menor dinamismo del consumo privado, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) mostró una caída en la primera mitad del año, con una corrección al alza en el tercer trimestre. De acuerdo con los resultados de la más reciente medición de la EOC, en octubre el ICC se ubicó en un balance de 6,8%, lo que representa una mejora con respecto al mes anterior pero una caída frente a octubre de 2014. Con el resultado de este mes, la confianza de los consumidores completa dos meses consecutivos de recuperación, pero se mantiene en un nivel bajo con relación a los registros de 2014 (Gráfico 5). Cabe resaltar que en agosto el índice se ubicó en terreno negativo, resultado que no se observaba desde abril de 2009, lo cual se explica en gran medida por

una menor disposición de compra de bienes durables por parte de los hogares, que se reflejó en una caída importante en el componente de condiciones económicas actuales.

El ICC está compuesto por dos elementos: el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) y el Índice de Condiciones Económicas (ICE). Pese a la caída en la confianza de los consumidores en el segundo trimestre, en los últimos dos meses ambos componentes han mostrado una recuperación, en mayor medida el de expectativas. En particular, en agosto el ICE alcanzó el valor más bajo desde junio de 2009, principalmente por una caída en el indicador de disposición a comprar bienes muebles y electrodomésticos. Por su parte, la disposición a comprar vivienda mostró un retroceso en el segundo trimestre, con una corrección en septiembre y octubre. Dicha caída fue especialmente fuerte en Bogotá, cuyo índice se ubicó en el nivel más bajo desde noviembre de 2003.

Por otra parte, la formación bruta de capital exhibió un crecimiento anual de 4,2%, lo que implica una notable

■ Gráfico 5. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



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

desaceleración respecto al semestre anterior (9,4%) y frente al primer semestre de 2014 (14,2%). La Encuesta de Opinión Empresarial incluye un módulo especial acerca de las condiciones para invertir en el sector industrial. En el tercer trimestre del año, la percepción de los industriales acerca de las condiciones económicas y sociopolíticas para invertir disminuyó frente al trimestre anterior y con relación al mismo periodo de 2014, lo cual permite inferir que la inversión en sectores diferentes a la construcción se ha empezado a desacelerar.

En cuanto a los componentes de comercio exterior, en el primer semestre se observó una contracción en las exportaciones y un crecimiento en las importaciones. Las exportaciones (en pesos constantes) registraron una variación anual de -0,2%, lo cual obedece principalmente a una reducción de las ventas externas de productos de la refinación del petróleo (29,9%) y de minerales metálicos (21,1%). Por el contrario, las importaciones crecieron 3,3% en términos reales, como consecuencia de unas menores compras externas de productos de la refinación de petróleo - lo cual se relaciona de manera directa con el cierre de la Refinería de Cartagena - y de sustancias y productos químicos.

En el primer semestre, todos los componentes del PIB por el lado de la demanda, a excepción de las exportaciones, registraron una tasa de expansión positiva. El consumo privado y la inversión crecieron por encima del promedio de la economía, mientras que el consumo del gobierno mostró un crecimiento inferior (Gráfico 6A). En términos de contribución al crecimiento del PIB, el efecto de ma-

yores importaciones fue negativo (-0,96 pps), al igual que el aporte de las exportaciones (-0,05 pps), lo que se tradujo en una contribución neta de -1,01 pps.

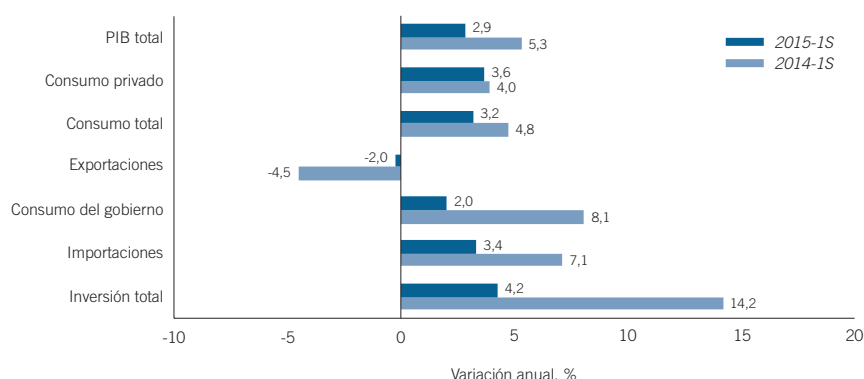
2. Proyecciones

2.1. Estimación de crecimiento para 2015 y 2016

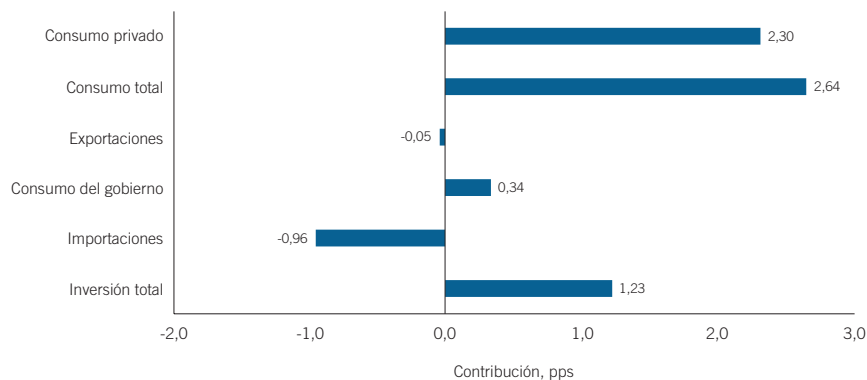
Las perspectivas de crecimiento de la economía mundial para 2015 y 2016 lucen más débiles frente al escenario esperado unos meses atrás, como consecuencia -entre otros factores- de una lenta recuperación del crecimiento de Estados Unidos y Europa, junto con una fuerte desaceleración

II Gráfico 6. Crecimiento del PIB por el lado de la demanda

A. Crecimiento por componente en 2015 1S



B. Contribución sectorial al crecimiento en 2015 1S



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

en China y una contracción en algunos países de la región, principalmente Brasil y Venezuela. Las perspectivas de una desaceleración económica en China y el cambio hacia un modelo de crecimiento basado en el consumo y no en la inversión tienen particular relevancia para los mercados emergentes, dado que China es uno de los principales demandantes de materias primas a nivel mundial.

Del mismo modo, en América Latina el crecimiento proyectado para este año podría ser inferior al estimado en meses anteriores, mientras que el de 2016 mostraría una modesta recuperación, pero se mantendría en niveles muy inferiores a los de años anteriores. De acuerdo con las proyecciones del Fondo Monetario Internacional en el *World Economic Outlook* (WEO) de octubre, el crecimiento para 2015 de América Latina y el Caribe sería de -0,3%, 0,8 pps por debajo de lo proyectado en la edición de julio. Dicha corrección a la baja se debe en gran medida al impacto que han tenido los bajos precios de los *commodities* (particularmente del petróleo) sobre las economías de la región. En primer lugar, una menor cotización del crudo implica un deterioro en los términos de intercambio para aquellos países fuertemente dependientes de las exportaciones petroleras, lo que se traduce en un aumento del desbalance externo y una depreciación importante de la moneda. Adicionalmente, una menor renta petrolera reduce los ingresos fiscales, generando un aumento importante en el déficit de las finanzas públicas y en los niveles de endeudamiento. Por último, las perspectivas de menor crecimiento aumentan la percepción de riesgo frente a las economías emergentes y reducen los montos de inversión destinados a la región. Por su parte, el crecimiento para 2016 sería de 0,8%, lo cual obedecería a una recuperación del precio del petróleo.

A nivel local, las cifras recientes del PIB y de los principales indicadores adelantados de la economía muestran que en el primer semestre del año se dio una desaceleración respecto al año anterior, sin embargo, pareció frenarse en los últimos meses. En el caso de la industria, los datos de la Encuesta

Mensual Manufacturera del mes de septiembre muestran que en lo corrido del tercer trimestre, la producción industrial se ha recuperado con respecto al mismo periodo de 2014, como consecuencia de una mejora en la producción del subsector de elaboración de bebidas y de procesamiento y conservación de carne, pescado y moluscos. De igual forma, los índices de confianza tanto del consumidor como de los empresarios se recuperaron, aunque se mantienen en niveles bajos e inferiores a los registrados en 2014. Por el contrario, la producción de carbón se redujo en los últimos meses, debido a factores como las restricciones de funcionamiento del tren de FENOCO y el cierre de la frontera con Venezuela. Por su parte, la producción de petróleo se ha mantenido gran parte del año por encima del millón de barriles diarios.

Teniendo en cuenta los factores anteriormente expuestos, en Fedesarrollo mantuvimos el pronóstico de crecimiento para este año en 3,0% en el escenario central, pero corregimos a la baja el de 2016 a 2,7%. Cabe resaltar que existen riesgos a la baja que podrían hacer que el crecimiento del próximo año sea inferior al estimado, como una recuperación más lenta de la prevista en los precios del petróleo, la intensificación del Fenómeno del Niño, una mayor inflación y la necesidad de llevar a cabo una política monetaria más restrictiva, un menor dinamismo industrial pese a la reapertura de la Refinería de Cartagena, una menor producción de petróleo y carbón, y la incertidumbre generada por la discusión de la reforma tributaria y del proceso de paz.

En cuanto a los pronósticos sectoriales, esperamos que la construcción (particularmente de obras civiles) se mantenga como el principal motor de la economía colombiana en lo que resta del año y a mediano plazo, razón por la cual revisamos al alza el pronóstico de crecimiento para este sector respecto a la edición de agosto de *Prospectiva Económica*, de 4,7% a 6,1% para 2015. Pese a que este crecimiento es muy favorable respecto al resto de sectores de la economía, es inferior al registrado en 2014 (9,9%). La corrección al alza frente a la edición de agosto se sus-

tenta en un mayor dinamismo tanto de la construcción de edificaciones como de obras civiles, cuyas variaciones anuales para 2015 serían de 4,3% y 7,5%, respectivamente. Adicionalmente, los principales indicadores adelantados del sector, como los despachos de cemento y las licencias de construcción se mantienen en niveles favorables, en línea con nuestro pronóstico. En lo que resta del año, el subsector de edificaciones residenciales mantendría el bajo dinamismo observado en los trimestres anteriores, debido a las pocas iniciativas de vivienda residencial que se llevan a cabo este año y que impulsaron el crecimiento en 2014. Sin embargo, la construcción de edificaciones no residenciales impulsaría el crecimiento de este rubro.

La Encuesta de Opinión Empresarial contiene un módulo trimestral de construcción, en el cual se indaga sobre la percepción de los empresarios del sector acerca de su situación económica actual, el ritmo de construcción y las expectativas para el próximo trimestre. En el tercer trimestre de 2015, la percepción de los empresarios mostró una recuperación tras la caída del trimestre anterior, pero se mantuvo en niveles inferiores respecto al mismo periodo de 2014, en línea con las expectativas que tenemos para esta actividad.

En 2016, la construcción podría verse afectada por la disminución en la inversión pública (producto de los menores ingresos petroleros), pero mantendría una expansión importante, debido al inicio de la ejecución de los proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G) y a las iniciativas de vivienda residencial que se adelantarán el próximo año. Sin embargo, existen riesgos a la baja como las dificultades de financiación y el retraso en la ejecución de los proyectos, que podrían restarle dinamismo al sector.

Por su parte, la minería mantendría un desempeño modesto en lo que resta de 2015, con una tasa de expansión de 0,6%. Pese a que esperamos que la producción de petróleo se ubique en un millón de barriles diarios en 2015, la recuperación en los precios internacionales que se observó en el

segundo trimestre parece haberse estancado en los meses recientes. Por esta razón, y dado el carácter estructural y persistente de la caída en la cotización del crudo, en Fedesarrollo mantuvimos el pronóstico de precios promedio para 2015, en 49 dólares por barril para la referencia WIT y 54 dólares para la Brent. Por su parte, una menor producción de carbón y un precio que no muestra señales de recuperación contribuirían con el bajo desempeño del sector minero. A diferencia del sector petrolero y de carbón, el subsector de minerales no metálicos podría verse beneficiado por el buen desempeño de la construcción.

En 2016, la producción de petróleo se ubicaría por debajo de la de este año, en 950 mil barriles diarios, lo cual se explica por una menor inversión en exploración y por el impacto de los bajos precios sobre la cantidad producida. Dado que el sector petrolero representa más del 70% del PIB minero, una menor producción de petróleo se traduciría en un menor dinamismo del sector de la minería, el cual registraría una contracción de -2,9% el próximo año.

Para el sector industrial, esperamos en 2015 un crecimiento similar al observado en los últimos tres años e inferior al promedio de la economía. Estimamos un crecimiento de 0,1% para el sector, impulsado por el impacto la reapertura de la Refinería de Cartagena en el último trimestre del año. La refinería iniciará con una producción promedio de 86 mil barriles diarios y mantendrá un volumen similar en lo que resta del año. Además de impulsar el subsector de refinación de petróleo, la reapertura de la refinería contribuiría con un mayor dinamismo de otros subsectores con los que tiene encadenamientos (como el de industria petroquímica y de plásticos).

En 2016, la industria crecería 3,8%, debido principalmente a tres razones: en primer lugar, esperamos que la ganancia en competitividad que genera una depreciación del tipo de cambio para las exportaciones manufactureras se materialice desde el próximo año, una vez se empiecen

a ajustar las estructuras productivas de las empresas. En segundo lugar, esperamos que la reapertura de la Refinería de Cartagena contribuya de manera importante al crecimiento de la industria, debido a la participación del subsector de refinación de petróleo dentro del PIB industrial. Según estimaciones del Ministerio de Hacienda, una vez que la refinería entre por completo en operación podría producir 165.000 barriles diarios y aportar hasta un 10,0% del PIB industrial y un 1,0% del PIB total del país. Sin embargo, cabe resaltar que en el primer semestre de 2016, la refinería estaría entrando gradualmente en operación, razón por la cual los efectos sobre el crecimiento industrial y global serían solo una fracción de los números mencionados. En tercer lugar, la fuerte depreciación del tipo de cambio haría que ciertos productos industriales importados se encarezcan frente a los productos nacionales, lo que podría beneficiar a la industria nacional, vía sustitución de importaciones. Es de esperar que en el futuro también las exportaciones industriales empiecen a beneficiarse de la devaluación del peso, aunque este efecto no ha comenzado a verse todavía, en parte por la caída de la demanda en las economías de la región, hacia las cuales se dirigen tradicionalmente buena parte de las exportaciones industriales.

En cuanto al sector agrícola, corregimos a la baja su pronóstico de crecimiento para 2015 desde 3,0% en la edición de agosto hasta 1,9% en esta edición, como consecuencia de una menor producción de cultivos diferentes al café. En 2016, la expansión de dicho sector sería de 0,8%, cifra notablemente inferior a la registrada en años anteriores. Lo anterior se debe a que la intensificación del Fenómeno del Niño afectaría el rendimiento de las cosechas y haría que muchos productores posterguen sus decisiones de cultivo, lo que afectará notablemente la producción del último trimestre de 2015 y del próximo año.

Finalmente, en cuanto al sector comercio, las cifras del PIB del primer semestre y los principales indicadores adelantados del sector muestran un crecimiento mayor al inicialmente considerado, razón por la cual ajustamos al alza el pronóstico para este año, de 2,8% en la edición de agosto a 4,2%. En el caso del sector hotelero, los datos de la Muestra Mensual de Hoteles muestran que en los primeros siete meses del año el ingreso real de este sector creció 7,7% con respecto al mismo periodo de 2014. Para finales de 2015 y en 2016, esperamos que la hotelería mantenga un ritmo de crecimiento favorable, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio, que ha favorecido el turismo nacional. De igual forma, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) y las ventas al por menor se mantienen en niveles favorables, aunque inferiores con respecto al 2014. En lo que resta del año, esperamos que el comercio crezca a tasas similares o ligeramente inferiores a las del primer semestre, debido a que si bien en la segunda mitad del año el comercio es mayor (por factores estacionales), el incremento en el precio de los bienes durables importados reduciría las ventas, afectando negativamente el desempeño del sector. De igual forma, la menor disposición de compra² por parte de los hogares le restaría dinamismo al sector. En 2016, proyectamos una moderación en el ritmo de crecimiento de este rubro, el cual se ubicaría en 2,2%. Lo anterior como consecuencia de una menor demanda interna y del aumento de las tasas de interés.

Respecto a los componentes de demanda, esperamos una fuerte desaceleración tanto en la inversión como en el consumo público para 2015, lo cual se explica por el aplazamiento y recorte de gasto. Por esta razón, ajustamos a la baja en 0,1 pps el pronóstico de consumo público (2,1%) y en 0,4 pps el de inversión pública (3,1%) con respecto a la edición de agosto. En 2016, la inversión y el consumo público mantendrían un bajo crecimiento y se ubicarían en 1,1% y

² De acuerdo con las cifras de la EOC, en el tercer trimestre del año la disposición a comprar bienes durables disminuyó notablemente frente a los registros de 2014.

Cuadro 1. Proyecciones de crecimiento sectorial en 2015 y 2016

A. Sectores productivos	Crecimiento anual, %	
	2015	2016
Producto Interno Bruto	3,0	2,7
Agricultura	1,9	0,8
Minería	0,6	-2,9
Construcción	6,1	6,3
Edificaciones	4,3	2,8
Obras civiles	7,5	9,0
Industria manufacturera	0,1	4,0
Servicios Públicos	1,8	1,9
Comercio	4,2	2,2
Servicios sociales	2,7	2,4
Establecimientos financieros	4,0	4,0
Transporte y comunicaciones	2,1	2,0

B. Componentes de demanda	Crecimiento anual, %	
	2015	2016
Producto Interno Bruto	3,0	2,7
Consumo total	2,6	2,2
Consumo privado	2,7	2,3
Consumo público	2,1	2,0
Inversión total	1,1	2,6
Inversión pública	3,1	1,1
Inversión privada	0,1	3,4
Exportaciones	0,4	1,7
Importaciones	-1,8	0,4

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

2,0%, respectivamente, como consecuencia de las políticas de austeridad fiscal que se adelantarán el próximo año.

En cuanto al sector privado, en 2016 el consumo mostraría un dinamismo inferior al de este año, como consecuencia de la desaceleración económica y del aumento en la inflación y las tasas de interés, lo que se traduce en una menor demanda de crédito, y por consiguiente, en un menor nivel de consumo. Por lo anterior, corregimos a la baja el pronóstico del consumo privado desde 2,6% en la edición de agosto hasta 2,3%. En contraste, la inversión privada se ubicaría en 3,4%, 3,3 pps por encima del crecimiento de 2015.

Dicho nivel de expansión se soporta en gran medida en una mayor inversión en los proyectos 4G, que se ejecutarán bajo la figura de Asociaciones Público – Privadas (APP). La inversión privada en actividades diferentes a la construcción probablemente tendrá crecimientos negativos, en la medida en que se verá afectada tanto por la desaceleración de la actividad económica como por el encarecimiento de los bienes de capital importados, consecuencia de la depreciación del peso. En conjunto, dadas las consideraciones anteriores, corregimos levemente a la baja el crecimiento de la inversión total a 1,1%.

Finalmente, en cuanto a los componentes de comercio exterior, en 2016 se evidenciaría un mayor crecimiento tanto de las exportaciones como de las importaciones. El pronóstico de crecimiento de las exportaciones en el próximo año se ubicaría en 1,7%, debido a un aumento de las exportaciones no tradicionales, las cuales se beneficiarían de la depreciación del tipo de cambio. Por su parte, la expansión de las importaciones se ubicaría en 0,4%, lo que representa un aumento de 2,2 pps frente al 2015.

2.2. Prospectiva 2016-2019

2.2.1. Supuestos

Los pronósticos de crecimiento de Fedesarrollo se soportan en supuestos acerca de 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 la elaboración de los supuestos se tienen en cuenta las expectativas de los analistas, el comportamiento histórico de las series y las simulaciones internas de Fedesarrollo.

Con respecto a la edición de agosto, los supuestos presentaron algunos ajustes importantes. En primer lugar, el tipo de cambio para 2015 se corrigió al alza en 80 pesos y se ubicaría en \$2.730 en promedio, debido a factores como

la mayor percepción de riesgo en las economías emergentes, el comportamiento del mercado internacional de materias primas, la recuperación económica de Estados Unidos y la posible subida de tasas por parte de la FED, el menor flujo de divisas generado por el creciente desequilibrio externo del país y la mayor incertidumbre en el contexto internacional. Este promedio es consistente con la tasa de cambio observada hasta finales de octubre, suponiendo que en noviembre y diciembre el promedio sea de \$3.100.

Con relación al precio internacional del petróleo, corregimos a la baja la senda de pronósticos con respecto a la pasada edición tanto para la referencia Brent como para la WTI, de tal manera que el WTI convergería hacia una cotización de USD 69 por barril en el 2019, mientras que el Brent convergería a USD 72. En 2016, la referencia WTI se ubicaría en USD 51 por barril y la Brent lo haría en USD 56, en línea con las más recientes proyecciones de la *Energy Information Administration* (EIA). Dada la gran incertidumbre en el mercado global de crudo, persisten riesgos tanto al alza como a la baja. Los riesgos al alza se refieren al cierre de proyectos con alto costo y a recortes de producción por parte de grandes productores, mientras que los riesgos a la baja tienen que ver con una desaceleración del crecimiento de China y una mayor producción proveniente de países de la OPEC y de Irán.

En cuanto a la producción interna de petróleo, esperamos que en los próximos años empiece a disminuir, como consecuencia de una menor inversión en exploración, el bajo desarrollo de nuevos campos y los menores flujos de capital destinados a este sector. En particular, la producción de crudo para 2016 fue corregida al alza, de 910 mil barriles diarios en la edición anterior a 950 mil barriles. Lo anterior se soporta en los beneficios de la tregua y de la firma del acuerdo de paz (que reduciría los atentados a los oleoductos).

Por su parte, tanto la producción como el precio del carbón se corrigieron a la baja para este año, lo cual se explica

por una menor demanda proveniente de China, mejoras en eficiencia en países productores y algunos problemas de logística y transporte al interior del país. La producción de carbón se ubicaría en 2015 en 86 millones de toneladas, dos millones por debajo de lo proyectado en la edición de agosto, mientras que el precio se ubicaría en USD 53 por barril, dos dólares menos con respecto a los pronósticos de agosto. Otro factor que podría contribuir con la reducción de las exportaciones tradicionales es el impacto de los bajos precios del níquel sobre la producción futura. En lo corrido del año a octubre, el precio del níquel ha caído 35,4%, pasando de 14.849 dólares por tonelada métrica en enero a valores actuales de 10.316 dólares.

Finalmente, en cuanto a las proyecciones de precio y producción de café, estas se ajustaron levemente frente a la edición anterior. Mientras la producción para 2015 fue corregida al alza, de 12,9 millones de sacos a 13,5 millones, el precio externo se ajustó levemente a la baja, de 1,7 dólares por libra en la edición de agosto a 1,5 dólares. Cabe resaltar que la cifra de producción de café para este año no solo está por encima de la meta del gobierno, sino que se ubica en niveles históricamente altos, debido al plan de renovación cafetera que se adelantó en años anteriores. En 2016, la producción mostraría una leve moderación, debido al impacto del Fenómeno del Niño sobre la actividad agrícola.

2.2.2. Previsiones de largo plazo

Teniendo en cuenta los supuestos mencionados en el apartado anterior, en Fedesarrollo esperamos un crecimiento entre 2,7% y 4,1% para los próximos cinco años, cifras bajas con respecto a las observadas en los últimos años. Dicha moderación en el ritmo de crecimiento se soporta en factores como: una perspectiva de recuperación lenta de los precios del petróleo y el carbón, un menor crecimiento tanto a nivel mundial como de los principales socios comerciales (particularmente en América Latina), la incertidumbre generada por una eventual reforma tributaria y por el pro-

ceso de paz, una política monetaria contractiva, los efectos económicos del Fenómeno del Niño, entre otros. De igual forma, el aumento en las tasas de interés de Estados Unidos que se espera para finales de este año podría intensificar la volatilidad en los mercados financieros internacionales y generar importantes presiones cambiarias en Colombia y el resto de economías emergentes.

En cuanto a los pronósticos sectoriales de largo plazo, la construcción se mantendría como el principal motor de crecimiento de la economía colombiana en el mediano plazo, debido en gran medida a los proyectos de infraestructura 4G y a las políticas gubernamentales enfocadas hacia este sector (específicamente aquellas relacionadas con la construcción de viviendas residenciales). En contraste, el sector minero sería uno de los de menor dinamismo en los próximos años, como consecuencia de una menor producción de petróleo.

La mayor tasa de cambio que se espera para los próximos años le restará dinamismo al comercio y el transporte, pero favorecerá a la industria exportadora, y en general, a la industria nacional, vía sustitución de importaciones. De igual forma, como se mencionó anteriormente, la entrada en funcionamiento de la Refinería de Cartagena tendrá un efecto favorable sobre la industria en el mediano plazo. Debido a lo anterior, la industria mostraría tasas de expansión más dinámicas a las registradas en 2014 y años anteriores. En particular, se estima que el crecimiento de este sector en 2018 y 2019 sería cercano al 4,6%. Adicionalmente, esperamos

que la devaluación favorezca al sector industrial, una vez que las empresas ajusten sus estructuras de producción, de tal forma que la competitividad generada por una tasa de cambio depreciada compense los mayores costos de los insumos importados.

Por otra parte, esperamos que un eventual cese del conflicto armado genere un efecto positivo en el sector agrícola a mediano plazo, además de mejorar las condiciones de seguridad de varias regiones y promover la inversión en el país.

Finalmente, las proyecciones por el lado de la demanda sugieren que la inversión privada se recuperará desde el 2016 en adelante, principalmente por la construcción de las obras 4G, que se ejecutarán mediante la figura de Asociaciones Público - Privadas. En contraste, la inversión y el gasto público mostrarán una desaceleración en los próximos años, lo cual obedece a factores como la caída en la renta petrolera y la necesidad de moderar el gasto para cumplir con la regla fiscal.

Debido a la gran incertidumbre en los mercados financieros internacionales, la alta volatilidad del tipo de cambio, el comportamiento reciente en el mercado de bienes básicos, el estancamiento en la recuperación del precio internacional del petróleo, la desaceleración económica de China, entre otros, los pronósticos sectoriales y algunos supuestos presentan importantes riesgos, en donde predominan aquellos a la baja, como se resumen en el Cuadro 5.

II Cuadro 2. Supuestos del modelo de equilibrio general computable

Unidad/ año		2013	2014	Escenarios	2015	2016	2017	2018	2019
Variables Macroeconómicas									
Tasa de cambio (Pesos/US\$)	Promedio anual	1.869	2.003	Alto	2.710	2.740	2.799	2.825	2.848
				Base	2.730	2.861	2.887	2.911	2.929
				Bajo	2.745	2.930	2.993	3.021	3.046
Producción y Precios									
Producción de Café	Miles de sacos 60Kg	10.886	12.140	Alto	13.600	14.444	14.980	15.100	15.200
				Base	13.500	13.200	13.270	13.400	13.500
				Bajo	12.950	12.300	12.350	12.180	12.300
Precio externo Café	USD/libra	1,9	1,9	Alto	2,0	2,0	2,0	2,0	2,1
				Base	1,5	1,6	1,8	1,8	1,8
				Bajo	1,4	1,4	1,5	1,5	1,6
Producción de Petróleo	Miles de bpd	1.006	988	Alto	1.025	995	965	925	940
				Base	1.000	950	920	880	895
				Bajo	965	905	875	835	850
Precios del petróleo WTI	USD/barril	97	93	Alto	51	60	72	77	77
				Base	49	51	63	68	69
				Bajo	47	42	54	59	60
Precios del petróleo Brent	USD/barril	106	99	Alto	56	65	77	79	81
				Base	54	56	68	70	72
				Bajo	51	47	59	61	63
Producción de carbón	Millones de toneladas	86	89	Alto	91	95	102	104	105
				Base	86	88	91	95	95
				Bajo	81	84	85	88	90
Precio de carbón	USD/tonelada	71	66	Alto	62	67	70	72	73
				Base	53	58	61	62	62
				Bajo	51	52	53	54	54
Economía Internacional									
Crecimiento mundial	Variación anual (%)	3,3	3,4	Alto	3,5	3,9	4,1	4,2	4,3
				Base	3,1	3,6	3,8	3,9	4,0
				Bajo	2,8	3,2	3,5	3,6	3,6
Crecimiento externo relevante para Colombia	Variación anual (%)	2,3	2,1	Alto	1,6	2,4	3,0	3,2	3,3
				Base	1,0	1,8	2,4	2,6	2,6
				Bajo	0,3	1,1	1,7	1,9	2,0

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

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

	2013	2014	Escenarios	2015	2016	2017	2018	2019
Agropecuario	6,7	2,3	Alto	2,2	1,3	3,9	4,0	4,1
			Base	1,9	0,8	3,1	3,3	3,4
			Bajo	1,5	0,4	2,5	2,5	2,6
Minería	5,5	-0,2	Alto	1,8	-1,2	0,6	0,7	2,4
			Base	0,6	-2,9	-1,7	-1,6	1,1
			Bajo	-0,2	-3,5	-2,5	-2,3	-0,3
Construcción	11,6	9,9	Alto	6,9	8,4	9,1	9,2	9,3
			Base	6,1	6,3	7,0	7,4	7,8
			Bajo	5,4	5,5	5,7	5,9	6,3
Edificaciones	11,2	7,4	Alto	5,7	4,8	6,1	7,2	7,8
			Base	4,3	2,8	4,8	5,1	5,1
			Bajo	3,6	1,9	3,2	3,5	3,4
Obras civiles	12,1	12,0	Alto	9,2	11,4	10,7	10,8	12,2
			Base	7,5	9,0	9,2	9,5	10,6
			Bajo	6,1	7,2	7,1	7,3	8,1
Industria	0,6	0,2	Alto	1,2	5,8	5,9	6,0	6,1
			Base	0,1	4,0	4,5	4,6	4,6
			Bajo	-0,4	3,1	3,7	3,8	3,8
Servicios públicos	3,2	3,8	Alto	2,5	2,7	4,9	5,0	5,1
			Base	1,8	1,9	4,0	4,4	4,5
			Bajo	1,3	1,3	3,1	3,4	3,4
Establecimientos financieros	4,6	4,9	Alto	5,0	5,1	5,2	5,3	5,5
			Base	4,0	4,0	4,2	4,3	4,3
			Bajo	3,4	3,4	3,5	3,6	3,7
Comercio	4,5	4,6	Alto	4,9	4,4	4,7	5,2	5,4
			Base	4,2	2,2	3,9	4,2	4,3
			Bajo	3,5	1,4	2,9	3,0	3,1
Transporte y comunicaciones	3,6	4,2	Alto	2,9	2,8	5,2	5,6	5,7
			Base	2,1	2,0	4,3	4,4	4,4
			Bajo	1,6	1,5	3,4	3,4	3,3
Servicios sociales	6,0	5,5	Alto	3,3	3,2	4,7	5,3	5,4
			Base	2,7	2,4	3,9	4,1	4,2
			Bajo	2,4	2,2	2,9	3,0	3,1
Total PIB	4,9	4,6	Alto	3,2	3,3	4,2	4,8	4,9
			Base	3,0	2,7	3,6	4,1	4,1
			Bajo	2,6	2,4	2,9	3,4	3,4

Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.

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

	2013	2014	Escenarios	2015	2016	2017	2018	2019
Consumo privado	3,8	4,4	Alto	3,4	3,2	4,3	4,8	4,8
			Base	2,7	2,3	3,4	3,9	4,0
			Bajo	2,1	2,0	2,8	3,2	3,2
Consumo público	9,2	6,2	Alto	3,2	3,4	4,3	4,4	4,5
			Base	2,1	2,0	3,6	4,0	4,0
			Bajo	1,4	1,4	2,9	3,2	3,4
Inversión pública	10,9	12,0	Alto	3,8	2,9	4,1	4,5	4,5
			Base	3,1	1,1	3,1	3,6	3,6
			Bajo	2,7	0,8	1,5	2,2	2,2
Inversión privada	2,1	10,4	Alto	2,1	4,8	7,3	7,4	7,6
			Base	0,1	3,4	4,4	5,7	5,7
			Bajo	-1,5	1,1	2,1	2,8	2,9
Exportaciones	5,3	-1,7	Alto	0,9	3,1	6,2	6,6	6,6
			Base	0,4	1,7	3,6	4,1	4,1
			Bajo	-0,8	0,4	2,5	3,0	3,0
Importaciones	6,4	9,2	Alto	-0,9	2,7	5,7	5,9	5,9
			Base	-1,8	0,4	3,4	4,0	4,0
			Bajo	-2,4	-0,5	0,6	1,3	1,3
Total PIB	4,9	4,6	Alto	3,2	3,3	4,2	4,8	4,9
			Base	3,0	2,7	3,6	4,1	4,1
			Bajo	2,6	2,4	2,9	3,4	3,4

Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.

II Cuadro 5. Balance de riesgos

	Riesgos predominantes	Crecimiento económico	
		Alza	Baja
Crecimiento mundial	↓	○ Mayor crecimiento EE.UU	○ Desaceleración China ○ Menor crecimiento en América Latina
Precios del petróleo	↓	○ Cierre de proyectos de alto costo, lo que restringiría la producción	○ Aumento de la producción OPEC (Medio Oriente) ○ Aumento inventarios EE.UU
Producción de petróleo en Colombia	↓	○ Firma del Acuerdo de Paz	○ Menor renovación de proyectos ○ Menor inversión ○ Atentados a la infraestructura
Proyectos 4G	↓		○ Retraso en la ejecución de la primera ola ○ Retraso en trámites administrativos ○ Problemas con el cierre financiero de los proyectos
Exportaciones no tradicionales	↓	○ Ganancia en competitividad por tipo de cambio depreciado	○ Aumento de costos vía insumos importados ○ Desaceleración económica principales socios comerciales
Intensificación del Fenómeno del Niño	↓		○ Disminución de la producción agrícola ○ Encarecimiento del precio de los alimentos y la energía
Crecimiento del PIB		3,2%	2,6%

Fuente: Elaboración propia.

Referencias

ANIF (2015). “Crecimiento del PIB Real: Segundo trimestre de 2015 y revisión de pronósticos”, en *Índice de Líder Com-puesto* No. 108. Octubre de 2015.

ANIF (2015). “Desempeño del Sector Minero-Energético en 2015 y Perspectivas”, en *Comentario Económico del día*. Agosto 3 de 2015.

FMI (2015). “World Economic Outlook October 2015: Adjusting to lower Commodity Prices”. Disponible en: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/>

FocusEconomics (2015). “ Latin Focus Consensus Forecast”.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2015). “La nueva Refinería de Cartagena garantizará abastecimiento de combustibles limpios e impulsará la economía”. Comunicado de prensa.

Recuadro 1. El sector de la construcción

El sector de la construcción ha sido el de mayor dinamismo en lo corrido del año. En el primer semestre, se registró un crecimiento de 5,6% en la construcción de edificaciones (43,5% del total) y de 7,5% en la construcción de obras civiles (57,5% del total).

El indicador de inversión en obras civiles calculado por el DANE tuvo un crecimiento semestral de 7,3%. Los tipos de construcción que tuvieron un mejor desempeño fueron: otras obras de ingeniería (26%) con una participación del 43% en la inversión total, y la construcción de puentes, represas, acueductos y alcantarillado, con un crecimiento de 11,3% y una participación del 22% en la inversión total de este sector. Por el contrario, en el primer semestre del año se observó una contracción de 12,9% en la construcción de vías férreas, pistas de aterrizaje y sistemas de transporte masivo, contribuyendo en -0,2% a la variación semestral de la inversión.

Por otro lado, la desaceleración en la construcción de edificaciones residenciales, subsector que creció un 7,4% en 2014, obedece fundamentalmente a una reducción en los lanzamientos y las ventas de Vivienda de Interés Social (VIS), que en el primer semestre de 2014 habían crecido significativamente debido al programa de Vivienda de Interés Prioritario para Ahorradores (VIPA). Para el primer semestre de 2015 la venta de viviendas no VIS aumentó y las ventas totales crecieron un 1,3%, por debajo de la variación semestral del primer semestre de 2014 (Cuadro R.1).

La ralentización de la construcción de edificaciones residenciales ha estado acompañada por un deterioro en disposición a compra de vivienda registrada en la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) de Fedesarrollo. Para el mes de octubre el balance de disposición a comprar vivienda se ubicó en 15,6%, claramente positivo pero por debajo del observado en el mismo mes de 2014. Lo anterior, sumado al incremento de tasas de interés del Banco de la República, permite prever un crecimiento menor de este subsector en el próximo año. Por otro lado, el crédito hipotecario mantiene tasas de crecimiento altas, con una variación anual de 9,8% en términos reales para el mes de octubre. Sin embargo, esta variación es considerablemente inferior a la tasa registrada en el mismo mes de 2014 (21,0%).

De acuerdo con las proyecciones del Ministerio de Hacienda y Crédito Público, los programas de *Vivienda gratuita*, *Casa Ahorro*, *Mi Casa Ya* y los subsidios a la tasa de interés a través de beneficios como el FRECH I, II y el PIPE 2.0, pueden aportar hasta 0,9 pps al crecimiento del PIB

en el cuatrienio 2015-2018. Si bien estas cifras pueden ser optimistas, es claro que los programas de vivienda impulsados por el gobierno ayudarán a mitigar la desaceleración en la construcción del subsector de edificaciones residenciales en los próximos años.

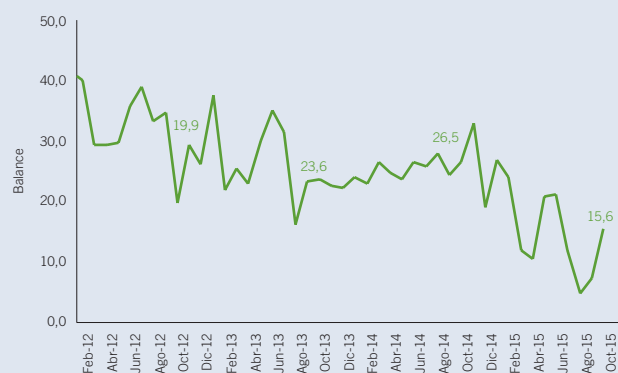
Finalmente, en los próximos cuatro años el crecimiento del subsector de obras civiles estará impulsado por la construcción de las carreteras de cuarta generación. Entre agosto y octubre ya se realizó el cierre financiero de 6 de los 9 proyectos¹ que componen la primera ola, por un monto cercano a los \$8 billones y se espera que los 3 restantes alcancen el cierre financiero pronto. Algunos estimativos preliminares sugieren que el impacto sobre el crecimiento económico del país en el corto plazo, por efectos de demanda agregada, puede ser del orden de 0,4% del PIB en 2016 y ascender hasta 0,9% del PIB en 2017 y 2018. A más largo plazo, el impacto de esas mismas obras se verá en menores costos de transporte que ayudarán a incrementar el crecimiento del PIB potencial por la vía de la oferta.

■ Cuadro R1.1. Ventas y Lanzamientos de Vivienda (Variación semestral, %)

Semestre	Ventas			Lanzamientos		
	VIS	No VIS	Total	VIS	No VIS	Total
I-2013	7,9	15,3	12,6	11,5	6,9	8,4
I-2014	38,1	-0,8	12,8	71,1	1,7	25,6
I-2015	-4,9	6,0	1,3	-32,4	11,3	-9,2

Fuente: Camacol. Cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico R1.1. Disposición para comprar vivienda



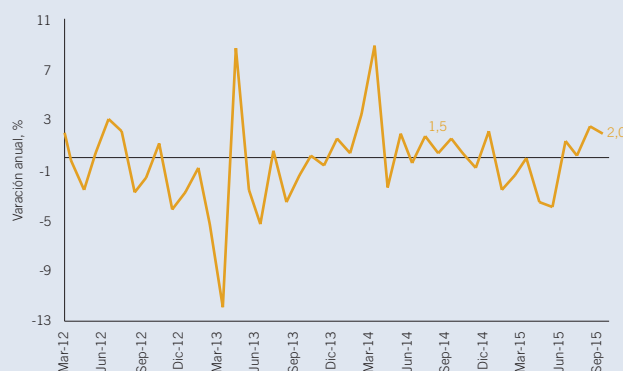
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

¹ Estos son: Girardot-Puerto Salgar, Pacífico 1, Pacífico 2, Pacífico 3, Barranquilla Cartagena y Perimetral de Oriente. Quedan pendientes Mulaló- Loboguerrero, Autopista Conexión Norte y Autopista al Río Magdalena.

Recuadro 2. Sector industria manufacturera

En el primer semestre de 2015, la industria tuvo el peor desempeño de todos los sectores de la economía, siendo el único sector con una variación semestral negativa (-1,8%). No obstante, para la segunda mitad del año se observan indicios de recuperación que permiten esperar un crecimiento en el conjunto del año 2015 cercano al 0,1%, en línea con los datos de producción industrial acumulados a septiembre. El cambio de tendencia del sector se ha reflejado en el índice de producción industrial sin trilla de café (IPI) durante los últimos meses. Mientras entre enero y mayo el IPI registró variaciones anuales negativas, entre junio y septiembre se han observado variaciones anuales positivas (Gráfico R2.1).

■ Gráfico R2.1. Índice de producción industrial sin trilla de café



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Entre enero y septiembre de 2015, se puede apreciar un comportamiento heterogéneo al interior del sector industrial con variaciones negativas para 11 de los 26 subsectores (Cuadro R2.1). El bajo crecimiento de la producción industrial en lo corrido del año obedece principalmente a una fuerte contracción del subsector de productos de la refinación del petróleo, con una variación negativa de -5,1%, asociada al cierre temporal para la ampliación de la refinería de Cartagena. De igual forma,

los subsectores de textiles y de fabricación de equipo de transporte, registraron decrecimientos de 9,5% y 6,0%, respectivamente.

Por otro lado, algunos subsectores han mostrado un buen desempeño en lo corrido del año. Entre estos están fabricación de bebidas (4,4%), sustancias y productos químicos (1,7%) y producción y transformación de carne y pescado (7,2%), con una contribución de 0,9 puntos porcentuales (pps) al crecimiento de la industria. También es importante resaltar el dinamismo del subsector de productos de café y trilla que a pesar de tener un peso bajo en la producción industrial, tiene una gran participación en las exportaciones de este sector (18%).

En el mediano plazo el crecimiento de la industria puede beneficiarse por la devaluación de la tasa de cambio a través de mayores exportaciones y un proceso de sustitución de importaciones. Entre enero y septiembre las exportaciones industriales aún no han respondido a la tasa cambio y por el contrario registran una caída del 17,4% respecto al mismo periodo de 2014. En este periodo 21 subsectores industriales registraron una disminución en sus exportaciones entre las que sobresale la caída del 54,1% de las exportaciones de refinación del petróleo. Por su parte, los subsectores que mostraron un aumento en sus exportaciones fueron productos lácteos (73,4%), productos de café (12,4%), otros bienes manufacturados (11,0%), elaboración de bebidas (6,1%) y maquinaria y suministro eléctrico (5,8%). Sin embargo, la participación sumada de estos sectores en la producción y las exportaciones industriales es baja: 17,2% y 23,3% del total, respectivamente.

Por otro lado, la industria orientada al mercado local recibirá el impacto positivo de la reducción de las importaciones. Entre enero y agosto las importaciones industriales cayeron un 13,3% respecto al mismo periodo de 2015, con una disminución en las compras externas para 23 de los 26 subsectores. Esto refleja una disminución de la competencia extranjera en el sector industrial y una oportunidad para los productores locales de sustituir estas importaciones.

Continúa ➔

■ Cuadro R2.1. Variación año corrido enero-septiembre del sector industrial

Subsector	Producción	Participación producción (%)	Exportaciones	Participación exportaciones (%)	Importaciones
Carnes y pescados	7,2	3,2	(27,8)	1,3	(14,3)
Aceites y grasas	5,0	1,4	(5,6)	2,7	(13,8)
Productos lácteos	2,1	3,4	73,4	0,2	2,6
Productos de molinería	(0,7)	1,9	(25,6)	0,5	19,1
Productos de café y trilla	13,5	0,4	13,0	18,0	(39,4)
Azúcar y panela	0,9	2,3	(11,3)	2,2	(57,4)
Productos de panadería	1,7	2,3	(26,0)	0,6	(2,6)
Otros productos alimenticios n.c.p.	0,6	5,8	(32,3)	2,6	8,5
Bebidas	4,4	9,8	3,8	0,2	12,6
Hilatura, tejeduría y acabado de textiles	(8,3)	2,0	(11,2)	2,3	(13,0)
Prendas de vestir	3,3	3,5	(0,8)	2,6	(12,9)
Curtido y preparado de cueros	(3,2)	0,9	(8,9)	1,6	(13,4)
Productos de madera	8,1	0,5	(3,5)	0,2	(13,1)
Productos de papel y cartón	4,2	3,1	(15,1)	2,7	(12,7)
Edición e impresión	1,4	1,3	(22,7)	0,6	(24,2)
Productos de la refinación del petróleo	(5,1)	16,9	(54,9)	9,9	(34,2)
Sustancias y productos químicos	1,7	14,3	(5,2)	19,8	(4,8)
Productos de caucho y plásticos	3,5	4,2	(4,3)	4,0	(10,2)
Productos minerales no metálicos	1,4	7,8	(21,0)	2,1	(5,7)
Productos metalúrgicos básicos	(1,1)	3,4	(27,2)	12,6	(19,2)
Productos elaborados de metal	(3,3)	2,4	(6,2)	2,0	(9,3)
Maquinaria y equipo	(2,3)	1,4	(11,4)	2,6	(15,4)
Otra maquinaria y suministro eléctrico	(3,8)	1,9	5,8	3,3	(12,8)
Equipo de transporte	(6,4)	3,1	(12,3)	3,3	(7,2)
Muebles	(3,7)	1,2	(6,1)	0,5	(17,9)
Otros bienes manufacturados n.c.p.	(4,4)	1,6	11,0	1,6	(9,9)
Industrias manufactureras	0,1	100,0	(17,4)	100,0	(13,3)

Fuente: DANE.

**NO SABEMOS CUÁL LIBRO
TIENE LA CLAVE PARA
ALCANZAR TUS SUEÑOS**



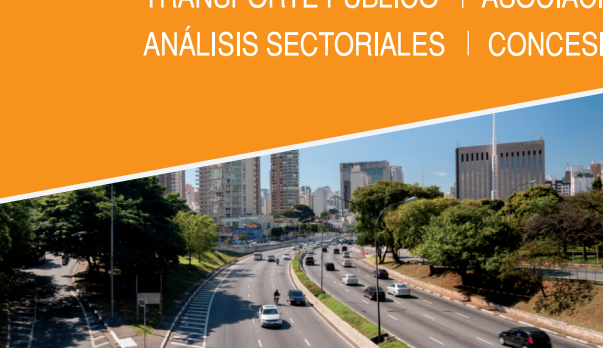
**POR ESO TE ACOMPAÑAMOS
PARA QUE LO DESCUBRAS**

BIBLIOTECAS CCB
CONÉCTATE VIRTUALMENTE O
VISÍTALAS EN NUESTRAS SEDES
bibliotecadigital.ccb.org.co





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

1. ¿Qué ha pasado en 2015?

1.1. Contexto internacional

Mientras que el crecimiento proyectado para las economías desarrolladas es todavía moderado, las perspectivas para los países emergentes, en particular las de América Latina, se han reducido en lo corrido del año. El fin del ciclo ascendente de los precios de los recursos naturales ha evidenciado las vulnerabilidades de las economías en desarrollo tanto en el frente fiscal como externo. La conjunción de la caída en los precios de los *commodities* y la posible reversión de la política monetaria expansiva de la Reserva Federal continúan teniendo un efecto negativo sobre las economías emergentes,

con mayores riesgos para América Latina, teniendo en cuenta que la mayoría de países se ha caracterizado por tener una estructura exportadora intensiva en productos básicos y por haber sido receptores de importantes flujos de capital durante la última década (Fernández, C. y Villar, L., 2015).

En este contexto, en octubre el Fondo Monetario Internacional (FMI) revisó a la baja sus proyecciones de crecimiento para 2015 y 2016, y pronostica que la economía mundial crecerá 3,1% y 3,6% mientras que las economías emergentes crecerán 4,0% y 4,5%, respectivamente, cifras inferiores a las que se esperaban tres meses atrás (Cuadro 6). Dicho recorte en las proyecciones de crecimiento obedece en gran parte a la contracción que se espera en los países de América del Sur.

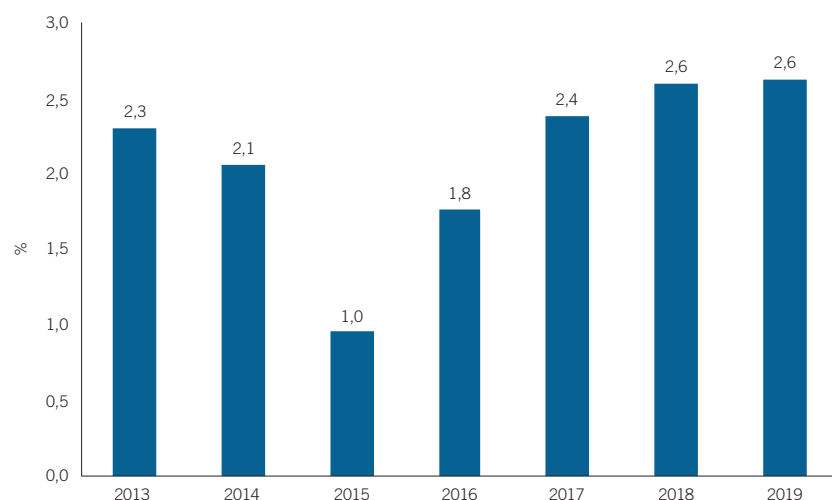
II Cuadro 6. Pronósticos de crecimiento para la economía mundial
(Variación anual, %)

	Crecimiento económico			Diferencia frente WEO julio	
	2014	2015 (p)	2016 (p)	2015 (p)	2016 (p)
Total Mundial	3,4	3,1	3,6	-0,2	-0,2
Estados Unidos	2,4	2,6	2,8	0,1	-0,2
Reino Unido	3,0	2,5	2,2	0,1	0,0
Zona Euro	0,9	1,5	1,6	0,0	-0,1
Japón	-0,1	0,6	1,0	-0,2	-0,2
China	7,4	6,8	6,3	0,0	0,0
Economías Emergentes	4,6	4,0	4,5	-0,2	-0,2
América Latina y el Caribe	1,3	-0,3	0,8	-0,8	-0,9
Colombia	4,6	2,5	2,8	-0,5	-0,5
Argentina	0,5	0,4	-0,7	0,3	-0,7
Brasil	0,1	-3,0	-1,0	-1,5	-1,7
Chile	1,9	2,3	2,5	-0,2	-0,6
México	2,1	2,3	2,8	-0,1	-0,2
Perú	2,4	2,4	3,3	-0,8	-1,3
Venezuela	-4,0	-10,0	-6,0	-3,0	-2,0

Fuente: FMI - WEO. Octubre 2015.

Teniendo en cuenta el proceso de desaceleración -de recesión en los casos de Brasil y Venezuela- y el menor dinamismo de la economía mundial, el crecimiento de los principales socios comerciales de Colombia se perfila más débil al que se esperaba a comienzos del año (Gráfico 7)³. A lo anterior se suma el cierre de la frontera con Venezuela y las restricciones comerciales impuestas por Ecuador. Desde marzo de 2015, el gobierno ecuatoriano impuso una sobretasa arancelaria entre el 5% y el 45% a una lista de alrededor 2.900 partidas arancelarias provenientes de Perú y Colombia, argumentando que afectaban su producción nacional por cuenta de la depreciación de sus monedas locales frente al dólar⁴. Pese al rechazo que frente a dicha medida han manifestado tanto los gobiernos afectados como las organizaciones internacionales (como la CAN), las relaciones comerciales con el país vecino no se han normalizado.

■ Gráfico 7. Crecimiento de los países relevantes para Colombia (Variación anual, %)



Nota: se pondera la participación y crecimiento de los principales países destino de las exportaciones colombianas no-tradicionales. Por no-tradicionales se entiende aquellas distintas a combustibles, café, piedras y perlas (oro), hierro y acero (ferróniquel).

Fuente: FMI-WEO octubre 2015, DANE y cálculos Fedesarrollo.

1.1.1. Economías avanzadas

Las cifras más recientes sugieren que la economía mundial se expandió un 2,5% en el tercer trimestre (Q3) de 2015, lo cual muestra una leve desaceleración frente a los primeros dos trimestres del año (2,7% en Q1 y Q2). El menor crecimiento del tercer trimestre reflejaría una ligera pérdida de dinamismo de la economía estadounidense a raíz del fortalecimiento del dólar, el cual sumado a la débil demanda externa, ha afectado a las industrias exportadoras.

El índice de producción manufacturera de Estados Unidos (*ISM Manufacturing Index*) se ubicó en septiembre en 50,2%, por debajo del resultado de agosto (51,1%) y registrando el nivel más bajo de los últimos dos años. Por su parte, en septiembre el indicador de confianza del consumidor (*Conference Board Consumer Confidence Index*) de Estados Unidos experimentó un ligero rebote alcanzando un nivel de 103,0 y se ubicó por encima del promedio anual (98,1 en 2015).

En cuanto al desempleo en Estados Unidos, los datos más recientes muestran un buen estado del mercado laboral: en octubre la tasa de desempleo se ubicó en 5,0%, su nivel más bajo desde abril del 2008. En este sentido la cifra más relevante fue la creación de 271.000 nuevos puestos de trabajo (en inglés *Nonfarm Payrolls*) durante octubre, teniendo en cuenta que éste podría ser uno de los factores más importantes en la decisión de la Reserva Federal para incrementar sus tasas en diciembre. Sin embargo, las dudas sobre la recuperación de la principal economía

³ Ver *Prospectiva Económica* Febrero 2015 para contrastar el cambio en los pronósticos de crecimiento de los países relevantes para Colombia.

⁴ Ecuador es una economía dolarizada, lo cual encarece sus exportaciones y a su vez abarata las importaciones.

del mundo (sobre todo la baja inflación⁵) han postergado la decisión de incrementar las tasas de interés por parte de la autoridad monetaria de Estados Unidos.

El desempeño económico de la Zona Euro continúa en proceso de recuperación y ha ganado tracción en lo corrido del año; de acuerdo con cifras de *Eurostat*, en el primer y segundo trimestre de 2015, la Zona Euro creció a tasas del 1,3% y 1,6%, respectivamente, en relación con los mismos periodos un año atrás. La política monetaria expansiva por parte del Banco Central Europeo (BCE) ha favorecido el debilitamiento del euro, aumentando la competitividad de sus exportaciones, que junto a los bajos precios de los *commodities* (en particular del petróleo), han contribuido a mantener el crecimiento económico de la región. Así, el pronóstico de crecimiento para la Zona Euro en 2015 permanece estable en 1,5% y para 2016 se espera una expansión de 1,6%.

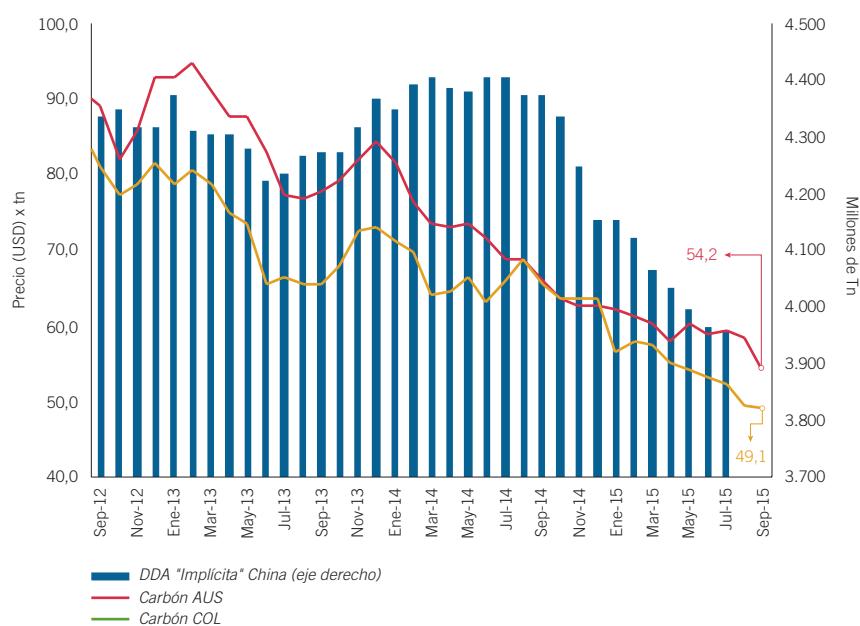
privada, ha reducido el consumo de energía y en general de materias primas, generando a su vez presiones a la baja sobre los precios, como en el caso del carbón (Gráfico 8).

Las proyecciones de crecimiento de las economías emergentes se han reducido a lo largo del año, principalmente, por el menor crecimiento esperado de los países de América Latina. Mientras que a comienzos de 2015 el FMI pronosticaba una expansión de la región del orden del 1,3%, en su más reciente actualización el FMI proyecta una contracción de la región del orden del -0,3% en 2015 (Cuadro 6). Si bien existe una elevada heterogeneidad entre las economías de América Latina, la mayoría de ellas se caracterizan por ser economías pequeñas (en el mejor de los casos medianas) y abiertas, condiciones que las vuelve altamente vulnerables ante los choques externos.

II Gráfico 8. Precios del carbón vs. Demanda de China

1.1.2. Economías emergentes

Uno de los principales riesgos que enfrentan las economías emergentes (como Colombia) radica en la menor demanda de China. El país asiático ha jugado un papel importante en la demanda mundial de materias primas, alcanzando entre 2000 y 2014 una participación superior al 50% de la demanda global de metales y carbón, mientras que su participación en la demanda de petróleo ha sido del 12%. El cambio en su modelo de crecimiento económico, ya no enfocado hacia la producción y el comercio internacional sino hacia el consumo interno y la inversión



Fuente: Banco Mundial (Pink Sheet), EnergyDesk y cálculos Fedesarrollo.

⁵ La variación anual de la inflación en los Estados Unidos no ha superado el 0,2% en lo corrido del año (enero-septiembre). Incluso, en el mes de septiembre la variación mensual del índice de precios al consumidor fue de -0,2%. La meta de inflación implícita de la FED se ubica en 2,0% anual.

El desplome de los precios de las materias primas no solo ha afectado el valor de las exportaciones de los países, sino que también ha reducido los flujos de inversión extranjera (tanto directa como de portafolio) hacia estas economías. La combinación de estos dos efectos ha generado fuertes devaluaciones sobre las monedas del continente, las cuales se han pronunciado en el último año (Gráfico 9). Dado que las devaluaciones han sido generalizadas a lo largo de los países, la ganancia en competitividad de las exportaciones de América Latina debido a una tasa de cambio más depreciada es moderada. En cambio, las elevadas devaluaciones han generado presiones inflacionarias en la región debido al efecto *pass-through* sobre los bienes transables, limitando a su vez la respuesta de los Bancos Centrales para llevar a cabo una política monetaria contracíclica en estos momentos de desaceleración.

Por lo tanto, el panorama no es promisorio en el corto plazo, teniendo en cuenta una contracción más fuerte de lo esperada en las economías de Brasil, Venezuela y Ecuador. En el caso de Brasil, el incumplimiento de sus metas fiscales durante los últimos años ha propiciado rebajas en sus

calificaciones crediticias. En Ecuador, la falta de flexibilidad cambiaria generada por su esquema dolarizado ha hecho que el impacto de la caída en el precio del petróleo se sienta de manera particularmente fuerte. En términos generales, la ausencia de reformas estructurales en los países de la región podría agravar la situación macroeconómica del continente, endureciendo las condiciones de financiamiento externo de los países, amplificando el actual ciclo económico descendente.

1.2. Sector externo colombiano

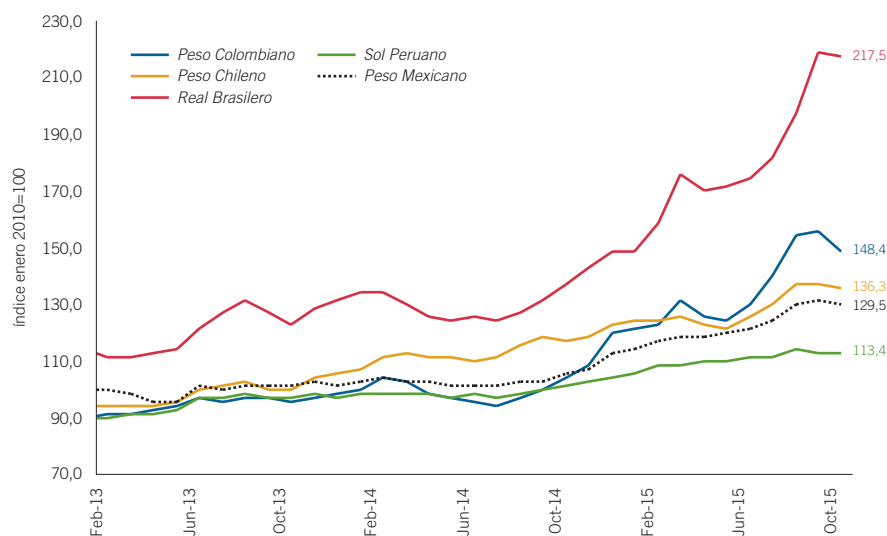
1.2.1. Cuenta Corriente

Para una economía pequeña, abierta, con tasa de cambio flexible y cuyos principales productos de exportación son los recursos básicos (como Colombia), caídas pronunciadas en los precios internacionales de las materias primas, junto a una menor demanda externa, generan una ampliación en el déficit de la corriente de la balanza de pagos. Es así como durante el primer semestre de 2015 el déficit de cuenta corriente del país se ubicó en USD 9.466 millones,

equivalente a 6,2% del PIB corriente semestral (Gráfico 10). Respecto al mismo período un año atrás, el déficit se incrementó en 14,6%, es decir en USD 1.204 millones.

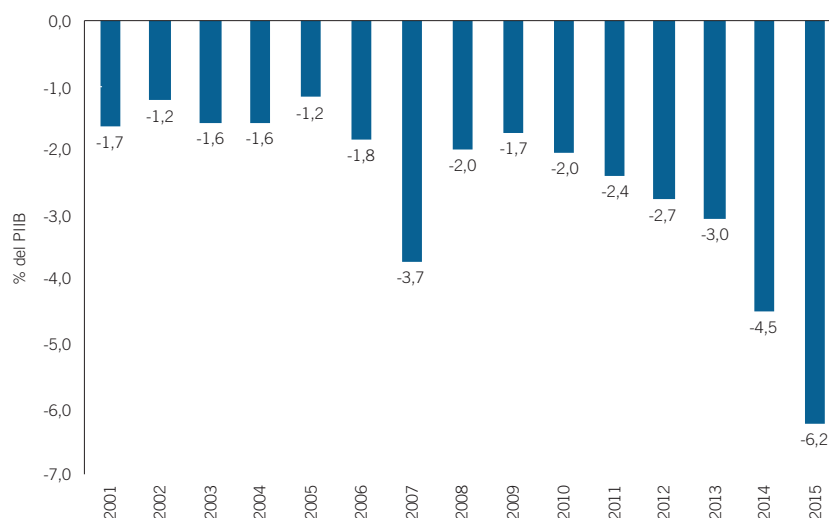
El déficit fue financiado con ingresos de capital por un valor de USD 9.019 millones (equivalente a 5,9% del PIB semestral) mientras que los errores y omisiones estimados por el Banco de la República fueron de USD 447 millones. El resultado negativo se originó, principalmente, por los balances deficitarios de comercio exterior de bienes (USD 5.745 millones) y de renta factorial (USD 3.857 millones).

Gráfico 9. Principales monedas de LATAM



Fuente: Bancos centrales de Colombia, Brasil, Chile, Perú y México. Cálculos Fedesarrollo.

■ **Gráfico 10.** Cuenta Corriente de la Balanza de Pagos
Acumulado enero-junio como porcentaje del PIB semestral
(2001-2015)



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

Las exportaciones colombianas han mantenido un crecimiento negativo en lo corrido del año (Gráfico 11). En lo acumulado entre enero y septiembre de 2015, el valor FOB de las exportaciones colombianas disminuyó -34,9% en relación con el mismo período del año anterior. Si bien el desplome en los precios de las materias primas ha deteriorado tanto la balanza comercial como los términos de intercambio del país (Gráfico 12), es importante mencionar que en lo corrido del año también se ha registrado una disminución en los volúmenes exportados. De acuerdo con cifras del DANE, entre enero y septiembre de 2015 los volúmenes (medido en toneladas métricas) de las exportaciones colombianas se ha contraído en -10,6%. Esta caída en las cantidades exportadas se explica principalmente por la disminución de -15,2% en los volúmenes exportados de carbón y en menor medida, de las exportaciones no tradicionales, cuyos volúmenes se han contraído -6,4% entre enero y septiembre de 2015 en relación con el mismo período un año atrás.

El valor exportado de productos tradicionales (petróleo y sus derivados, carbón, café y ferroníquel) viene cayendo a

tasas superiores al 45% anual (Gráfico 13A). Dentro de este grupo, el único producto que destaca por su desempeño positivo es el café, cuyas ventas al exterior han incrementado en 13,3% en lo corrido del año (enero-septiembre 2015). Las exportaciones no tradicionales todavía no se han logrado beneficiar del incremento de la tasa de cambio, y en septiembre se contrajeron 13,7% frente al mismo mes un año atrás, mientras que en lo acumulado entre enero-septiembre, han caído un 11,9% respecto al mismo período de 2014 (Gráfico 13B).

La falta de diversificación y los elevados tiempos y costos que implica el transporte de la carga desde los diferentes puntos de fabricación del país hacia los puertos, siguen siendo los principales obstáculos a la hora de exportar. En la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) de julio de 2015 realizada por Fedesarrollo, se observa que 31% de los empresarios considera que sus precios son altos frente a sus competidores, principalmente por el costo de transporte interno en Colombia, altos costos de producción (laborales y de energía) y políticas comerciales y aduaneras desfavorables

II Cuadro 7. Resumen del comportamiento de la balanza de pagos (2015-S1 vs. 2014-S1)

	Ene/Jun - 2014 US\$ millones	Ene/Jun - 2015 US\$ millones	Variación (%) 2015 vs. 2014
Cuenta corriente	-8.261	-9.466	14,6
Balanza Comercial (Bienes)	-521	-5.745	1.003,1
Exportaciones	28.877	20.566	-28,8
Importaciones	29.398	26.310	-10,5
Balanza de Servicios	-3.037	-2.179	-28,2
Exportaciones	3.259	3.356	3,0
Importaciones	6.296	5.535	-12,1
Renta de los factores	-6.671	-3.857	-42,2
Ingresos	1.833	2.277	24,3
Egresos	8.504	6.134	-27,9
Transferencias corrientes netas	1.967	2.315	17,7
Ingresos	2.500	2.683	7,3
Egresos	532	367	-31,0
Cuenta Financiera	-8.279	-9.019	8,9
Ingresos de capital extranjero	18.428	13.485	-26,8
Inversión Extranjera Directa	8.815	6.834	-22,5
Inversión Extranjera de Portafolio	10.233	6.394	-37,5
Préstamos y otros créditos externos	-620	256	-141,3
Salidas de capital colombiano	8.489	3.919	-53,8
Inversión directa en el exterior	2.371	1.381	-41,8
Otras inversiones en el exterior	6.118	2.538	-58,5
Activos de Reserva	1.791	164	-90,8
Déficit Cuenta Corriente (% PIB)	4,5	6,2	1,7

Fuente: Banco de la República - cálculos Fedesarrollo.

de los países compradores, en ese orden. Adicionalmente, en relación con el promedio de los países de América Latina y el Caribe, en Colombia se requiere cerca de un 30% más de tiempo para cumplir con los requisitos fronterizos para poder exportar (Cuadro 8). La comparación es aún menos

favorable en cuanto a los costos relacionados al cumplimiento fronterizo para exportar una mercancía (en Colombia el costo es 3,4 veces el de los países de la OCDE). Los resultados por país de destino muestran un deterioro generalizado de las exportaciones diferentes a las mineras y el café⁶ hacia

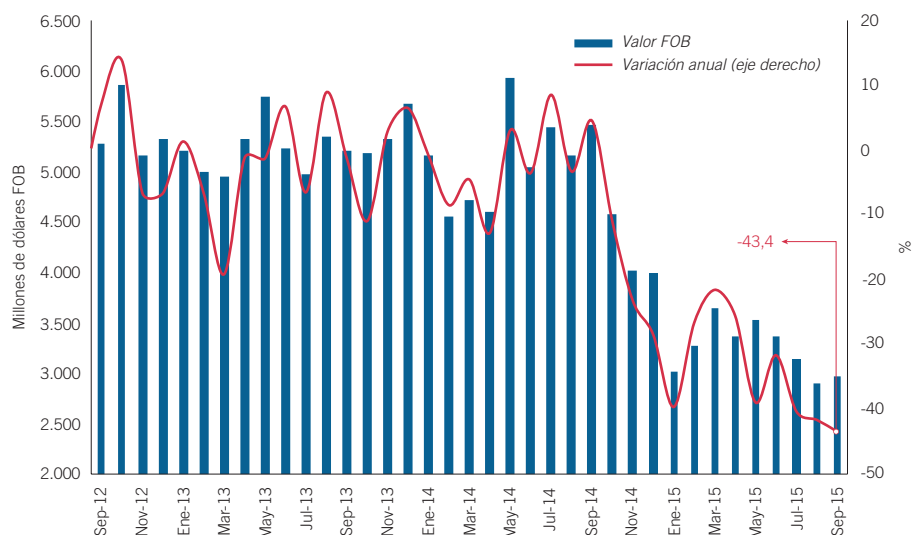
⁶ Exportaciones sin combustibles, perlas y piedras preciosas, café y fundición de hierro y acero y oro.

los distintos países, en particular en los de América Latina (Cuadro 9). Los resultados más preocupantes son los de Venezuela y Ecuador, pero las cifras sugieren que en los casos de Estados Unidos y la Unión Europea también se registran caídas. Por su parte, las exportaciones no tradicio-

nales a China siguen decreciendo (-13,2% anual) aunque a un ritmo menos fuerte que hace un año.

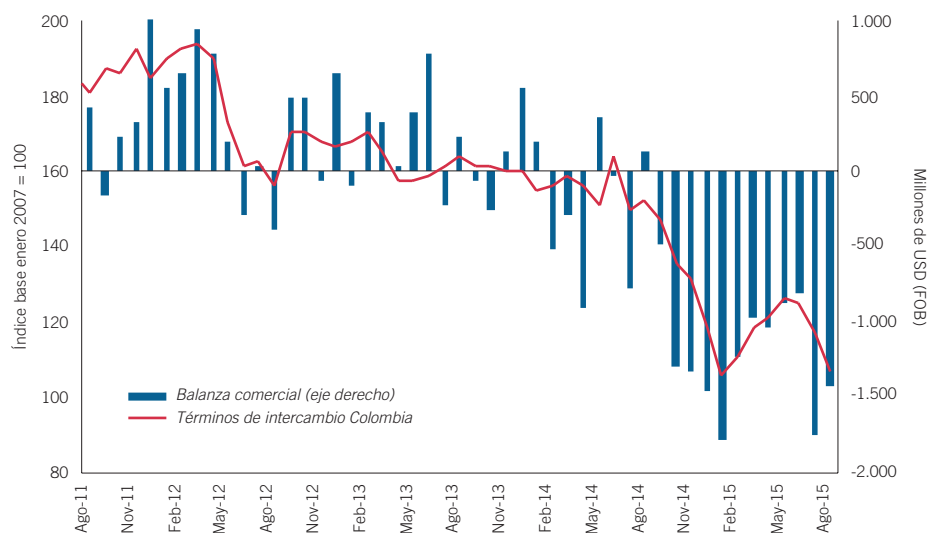
Los productos que más contribuyeron a la caída de las exportaciones no tradicionales hacia los Estados Unidos

Gráfico 11. Exportaciones totales



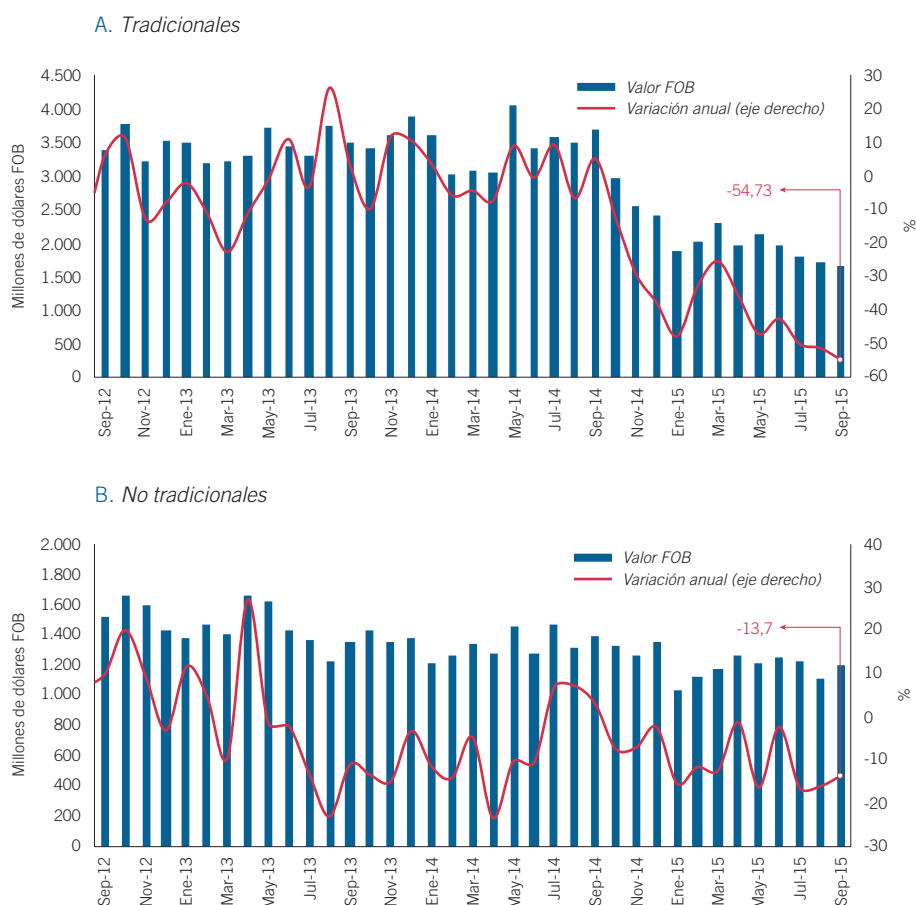
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 12. Balanza comercial y los términos de intercambio para Colombia



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 13. Evolución de las exportaciones tradicionales y no tradicionales



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

■ Cuadro 8. Comparativo de los indicadores de comercio fronterizo entre Colombia, LATAM y países de la OCDE*

Indicador	Unidad	Colombia	América Latina y el Caribe	Países de ingresos altos de la OCDE
Tiempo para exportar (cumplimiento fronterizo)	Horas	112	86	15
Costo para exportar (cumplimiento fronterizo)	USD	545	493	160
Tiempo para importar (cumplimiento documental)	Horas	60	68	5
Costo para importar (cumplimiento documental)	USD	90	134	36

* El cumplimiento fronterizo refleja el tiempo y el costo relacionados con el cumplimiento de la regulación aduanera de la economía y regulación relativa a otras inspecciones que son obligatorias para que el cargamento cruce la frontera del país, como también el tiempo y el costo del manejo en su puerto o frontera. El tiempo y el costo para la obtención, preparación y presentación de documentos durante el manejo en puertos o fronteras, el despacho de aduanas y los procedimientos de inspección se incluyen dentro del tiempo y costo de este segmento. Por ejemplo, el tiempo y el costo de la obtención del recibo de terminal portuaria se incluirían en este segmento.

Fuente: Banco Mundial-Doing Business 2016.

II Cuadro 9. Exportaciones diferentes a las mineras y el café por país de destino

País o región de destino	Enero-septiembre 2014 (variación anual %)	Enero-septiembre 2015 (variación anual %)
Total	-2,8	-8,8
EE.UU.	6,7	-2,7
Ecuador	-3,3	-18,9
Venezuela	-11,5	-33,3
Unión Europea	21,2	-4,7
China	-33,0	-13,2
Perú	-5,3	-3,5
México	1,5	-2,4
Resto	-9,4	-3,9

Fuente: DANE.

y Europa fueron: i) vegetales, que incluyen flores y frutos comestibles⁷; ii) alimentos, bebidas y tabaco. Para el caso de Estados Unidos las exportaciones de flores y frutos comestibles presentaron una variación de -9,5% entre enero y septiembre de 2015 respecto al mismo período un año atrás. Cabe mencionar que los vegetales y alimentos representan cerca del 66% de las exportaciones diferentes a las mineras y el café a los Estados Unidos (45% y 11% respectivamente). En cuanto a las exportaciones no tradicionales a la Unión Europea, los vegetales representan el 55% mientras que los alimentos, bebidas y tabaco pesan el 24% del total. A su vez, las exportaciones de vegetales han caído un -1,5% y los productos alimenticios se han contraído en 5,3% entre enero y septiembre de 2015 respecto al mismo período del año anterior.

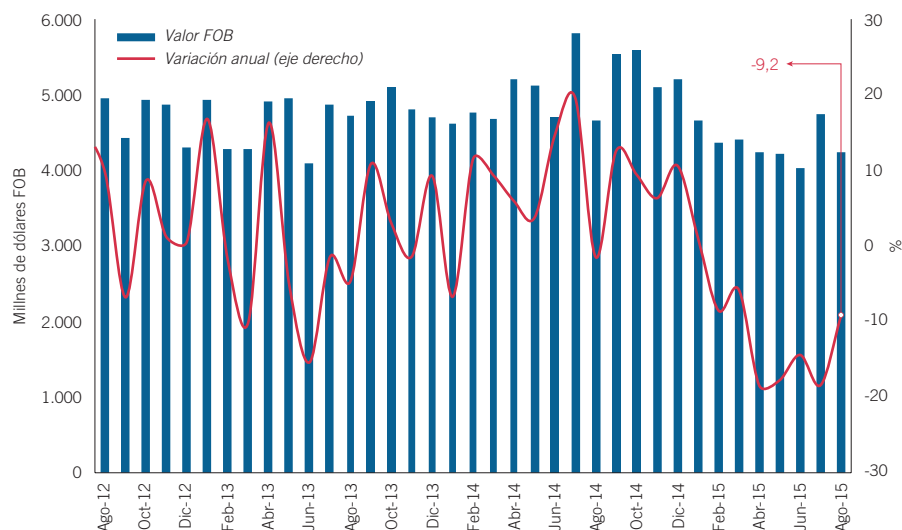
Por su parte, el valor en dólares de las importaciones tuvo una disminución de -10,5% en los primeros seis meses del año, según se registra en la balanza de pagos. A partir de las cifras del DANE de comercio internacional, se observa que la caída de las compras externas ha sido ligeramente superior al incluir las transacciones de julio y agosto: entre

enero y agosto de 2015 el valor FOB de las importaciones ha disminuido un 11,8% en relación con el mismo período un año atrás (Gráfico 14). La caída interanual de las importaciones ha obedecido, principalmente, a las compras externas de materias primas y productos intermedios (-15,6%), los bienes de consumo (-9,3%) y bienes de capital (-8,2%) (Cuadro 10). La contracción más importante dentro del grupo “materias primas y productos intermedios” se originó por la disminución de -34,9% de combustibles. A raíz de la mayor caída de las importaciones durante el segundo trimestre del año, el déficit en la cuenta corriente presentó una ligera corrección frente al resultado del primer trimestre. Es así como el desbalance externo del país pasó de 7,0% del PIB trimestral en Q1 a 5,2% en Q2.

A diferencia de lo observado con las exportaciones, los volúmenes de las importaciones han aumentado en lo corrido de 2015. Entre enero y agosto las importaciones (en toneladas métricas) han crecido un 6,7% en relación con el mismo período de 2014. Este aumento en los volúmenes importados se debe más que todo al crecimiento en las compras externas de materias primas y de productos intermedios con

⁷ Los dos grandes subproductos que componen la categoría de vegetales son: plantas y productos de la floricultura (85,2%) y frutos comestibles (14,1%).

Gráfico 14. Importaciones mensuales



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Cuadro 10. Clasificación CUODE de las importaciones

	Enero - agosto	
	Valor FOB (millones de dólares)	Variación % respecto a igual período 2014
Bienes de consumo	8.196.043	-9,3
Materias primas y productos intermedios	15.939.261	-15,6
Bienes de capital	12.492.695	-8,2

Fuente: DANE.

un crecimiento interanual de 9,5% y contribuyendo con 4,9 pps del total de la variación, seguido de los bienes de capital y material de construcción registrando un crecimiento de 14,7% frente al mismo período un año atrás y con una contribución a la variación de 1,2 pps.

La renta de factores, por su parte, registró un balance menos deficitario al observado el año anterior. El déficit en el primer semestre fue inferior en USD 2.814 millones, lo que representó una variación de 42,2%. Este resultado déficit corresponde tanto a la caída en los egresos por renta factorial respecto al primer semestre de 2014 (-27,9%

anual) para ubicarse en USD 6.134 millones, como por el incremento en los ingresos, los cuales alcanzaron a corte de junio USD 2.277 millones, registrando un crecimiento anual de 24,3%. Estos ingresos se originaron mayoritariamente por las inversiones directas de Colombia en el exterior (USD 1.851 millones) en los sectores manufacturero, bancario y de pensiones y eléctrico en Latinoamérica. La caída en los egresos se originó principalmente por las menores utilidades obtenidas por las empresas con inversión directa (USD 2.504 millones), compensadas parcialmente por el incremento en los pagos por concepto de intereses de las inversiones de cartera y otra inversión (USD 146 millones).

Finalmente, el componente de transferencias presentó un balance positivo, alcanzando un monto de USD 2.315 millones durante el primer semestre, lo cual representa un incremento anual de 17,7% respecto al mismo período de 2014. Este incremento obedeció a un mayor ingreso de remesas de trabajadores provenientes de Estados Unidos (USD 954 millones, crecimiento anual de 17,1%), Panamá (USD 87,6 millones, crecimiento anual de 29,1%) y Ecuador (USD 44 millones, crecimiento anual de 39,4%). En contraposición se observa reducciones importantes en

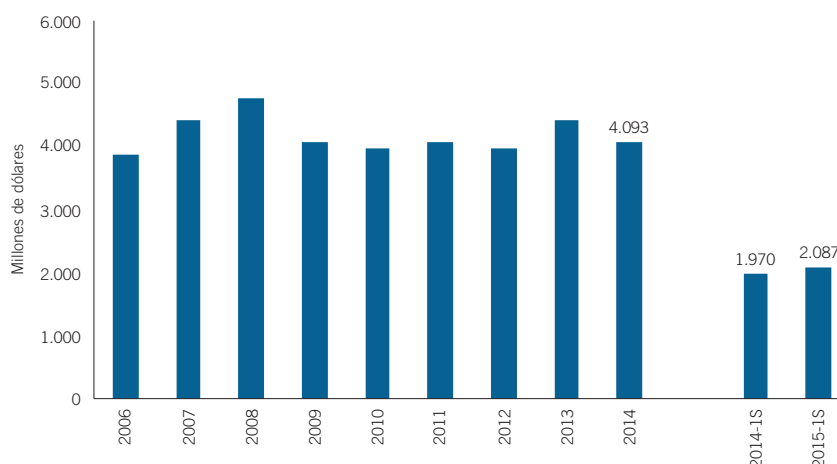
países como España (-10,0%) y Venezuela (-97,1%) que anteriormente eran grandes fuentes de remesas para el país (Gráfico 15B).

1.2.2. Cuenta Financiera

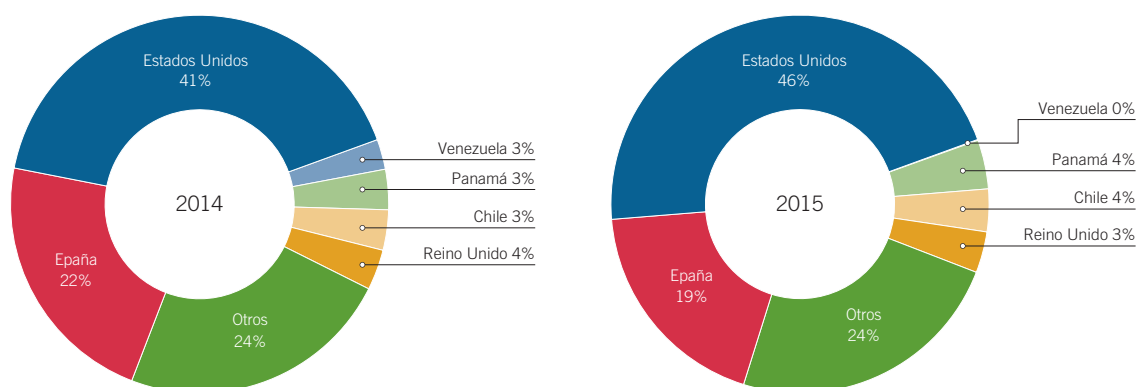
Los ingresos netos de capital extranjero entre enero y junio de 2015 ascendieron a USD 13.485 millones, cifra inferior en USD 4.943 millones al monto registrado en el mismo periodo un año atrás (USD 18.428 millones). El desbalance

II Gráfico 15. Comportamiento de las remesas

A. Evolución de las remesas



B. Distribución de las remesas por país de origen 1S 2014 y 2015



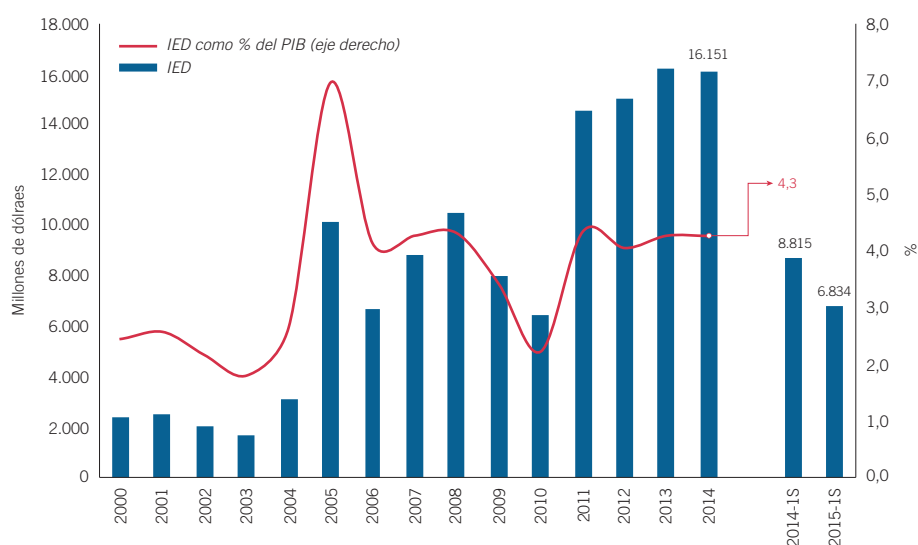
Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

externo del país durante el primer semestre del año fue financiado con Inversión Extranjera Directa (IED) y de Portafolio, cada una con una contribución de USD 6.834 y USD 6.394 millones, respectivamente. En el primer semestre se evidencia una contracción significativa de la IED (22,5%), que se originó principalmente por menores entradas de capital extranjero dirigidas hacia las actividades minero-energéticas y de transporte y comunicaciones, que fue compensada parcialmente por las mayores inversiones en los sectores de comercio y hoteles, industria manufacturera y el sector de servicios financieros y empresariales.

Específicamente, la IED que ingresó al país en el primer semestre del año se focalizó en tres sectores principales. Un 37% de los recursos fue invertido en actividades minero-energéticas; en segundo lugar se ubicó la industria manufacturera con una participación del 22% del total; y en tercer lugar los sectores de servicios financieros y empresariales con 18%.

Por su parte, la inversión de portafolio se contrajo 37,5% en el primer semestre de 2015 respecto al mismo período de 2014. Pese a la caída, los flujos de portafolio han tenido un buen desempeño durante 2015, lo cual puede interpretarse como una buena valoración sobre los fundamentales económicos de Colombia por parte de los inversionistas extranjeros. Vale la pena mencionar que en el año 2014, hubo una gran entrada de capitales financieros al país (Gráfico 17) vinculada a los beneficios otorgados en la reforma tributaria (Ley 1607 de 2012) y al aumento de la ponderación de Colombia en el índice de J.P. Morgan. Por lo tanto, la entrada de capitales durante el año pasado puede

■ Gráfico 16. Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED)



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

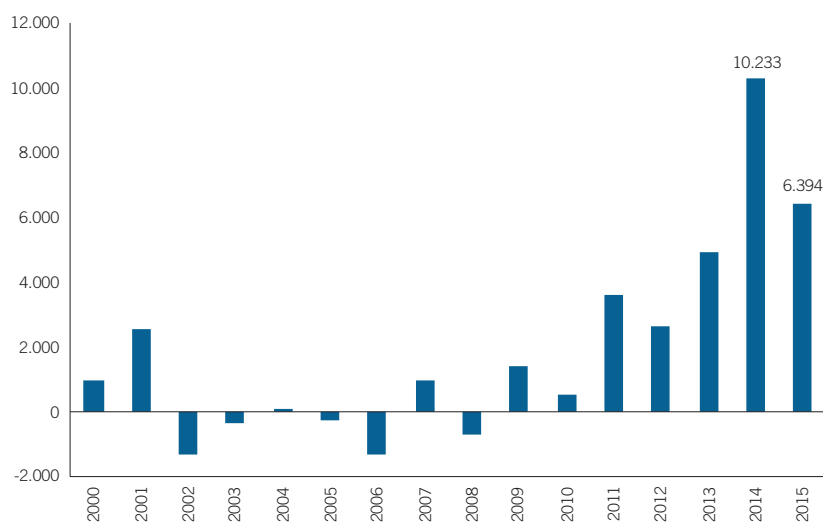
considerarse atípicamente superior al promedio histórico y que en la actualidad los flujos de portafolio hacia Colombia están retornando a sus niveles previos de 2014 (Gráfico 17).

2. Proyecciones

Las proyecciones de balanza de pagos incluyen tres escenarios para la cuenta corriente: base, alto y bajo, que son consistentes con las estimaciones contempladas en el capítulo anterior para el crecimiento del PIB (Cuadro 2). 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.

Consideramos que de la mano de la recuperación y mayor crecimiento de las economías avanzadas, los precios del petróleo seguirán una senda ascendente en un horizonte de cuatro años, pasando de niveles promedio de USD 54 por barril (Brent) en 2015 hacia el orden de los USD 72 por barril en 2019. Esta senda de precios incorpora una recuperación más lenta en relación con nuestros pronósticos anteriores,

Gráfico 17. Inversión en portafolio primer semestre (2000-2015)



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

debido a: i) la actual sobre-oferta mundial de crudo; ii) una mayor probabilidad de que los excedentes mundiales se mantengan en el mediano plazo; iii) el incremento tanto de las reservas como de los inventarios de petróleo en Estados Unidos; iv) y la menor demanda proveniente de Asia.

Otro riesgo asociado a una recuperación más lenta de los precios del petróleo es el levantamiento de las sanciones económicas a Irán. El país podría incrementar su producción entre 0,5 y 0,7 mil barriles por día (KBPD) en los próximos meses, alcanzando los niveles de producción pre-sanción de 3,6 KBPD. De igual forma, Irán podría empezar a exportar los 40 millones de barriles que tiene almacenados, lo cual añadiría presiones a la baja sobre los precios del crudo (escenario bajo de precios del petróleo). Sin embargo, el impacto de Irán sobre la oferta global de petróleo y de gas en el mediano y largo plazo, dependerá de la capacidad del país para atraer la inversión extranjera directa y la tecnología necesarias para extraer sus reservas que equivalen al 9,3%

de las reservas mundiales⁸. De este modo, el balance de riesgos se inclina hacia una senda de recuperación de los precios del petróleo aún más débil.

Por otra parte, se esperan una menor producción nacional y menores precios internacionales de carbón. La menor perspectiva de producción radica en las dificultades estructurales del sector de la minería en la extracción y particularmente en el transporte de los minerales desde los centros de explotación hacia los puertos. Sumado a los problemas internos se encuentra la caída en los precios internacionales del carbón (choque exógeno y de carácter persistente) que deberá afrontar la industria en los

próximos años. Por lo tanto, esperamos que la producción de carbón en 2015 tenga una contracción anual de -2,8%, alcanzando 86 millones de toneladas. Adicionalmente, el precio del níquel ha presentado una tendencia decreciente en 2015 y en septiembre registró una contracción anual de 44,9%, pasando de 18.035 dólares por tonelada métrica a 9.9 entre ambos períodos. En consecuencia, las exportaciones de ferroníquel registraron una variación anual de -34,5% en lo corrido del año.

Bajo este contexto, para 2015 seguimos esperando un fuerte deterioro en las cuentas externas del país. El déficit en cuenta corriente en nuestra más reciente proyección alcanzará un 6,5% del PIB (aproximadamente USD 19,1 mil millones). Este déficit incorpora una caída en las importaciones de 16% y una contracción de las exportaciones (de bienes) del 31% para 2015. El Cuadro 11 resume las proyecciones de la cuenta corriente para el próximo cuatrienio.

⁸ Esta cifra corresponde a la reservas probadas a corte 2014 con base en el BP Statistical Review of World Energy (Junio 2015).

II Cuadro 11. Proyecciones de la cuenta corriente desagregada
(Miles de millones de dólares)

Indicador	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Bienes	3,2	-4,6	-12,2	-10,0	-7,9	-7,4	-6,7
Exportaciones	60,3	57,0	39,4	40,3	44,4	45,9	47,7
Importaciones	57,1	61,6	51,6	51,2	52,3	53,3	54,4
Servicios	-5,9	-6,6	-4,0	-3,6	-3,8	-3,8	-3,9
Renta de factores	-14,2	-12,7	-7,6	-7,3	-7,6	-7,9	-8,2
Transferencias	4,6	4,4	4,7	4,9	5,0	5,2	5,3
Cuenta corriente	-12,4	-19,5	-19,1	-17,0	-14,2	-13,9	-13,5
% del PIB	-3,4	-5,2	-6,5	-5,8	-4,6	-4,2	-3,8

Fuente: Modelo de Balanza de Pagos - Fedesarrollo.

Frente a las proyecciones de agosto, revisamos al alza el pronóstico en la balanza de transferencias de la cuenta corriente, teniendo en cuenta el dinamismo observado de las remesas a lo largo del año. En este sentido, esperamos que las transferencias corrientes crezcan alrededor del 6% en 2015.

De este modo si bien el déficit de cuenta corriente proyectado para 2015 es ligeramente inferior en dólares al observado un año atrás, como porcentaje del PIB éste incrementa en 1,3 pps, debido al efecto de la depreciación del peso en el cálculo del PIB corriente en dólares.

En el escenario base esperamos que en el mediano plazo se dé una reducción del déficit de cuenta corriente, conforme se produzca la recuperación de la balanza comercial. Lo anterior debido a una moderada recuperación de los precios de los productos básicos (principalmente carbón y petróleo) y a un mayor dinamismo de las exportaciones no tradicionales. Sin embargo, el incremento de las exportaciones diferentes a las minero-energéticas estará limitado tanto por factores estructurales, tales como el rezago en infraestructura de transporte y la poca oferta exportadora, así como por la desaceleración económica de importantes socios comerciales de Colombia particularmente Venezuela y Ecuador. Es importante resaltar que la reducción del déficit depende fundamentalmente de una mejoría en los términos

de intercambio del país que se produciría a partir de una recuperación de los precios internacionales del petróleo.

En síntesis, los tres escenarios de balanza de pagos de Fedesarrollo recogen tanto el impacto permanente del deterioro en los términos de intercambio así como la depreciación del peso sobre las cuentas externas del país. Si bien en el escenario base la menor dinámica económica interna contribuye a reducir el déficit en cuenta corriente, éste se mantendrá en niveles relativamente altos en el mediano plazo (4,6% del PIB en promedio para 2016-2019).

Un elevado déficit en cuenta corriente genera incertidumbre en cuanto a su financiamiento. Por lo tanto, es fundamental que el país conserve su calificación de riesgo y el acceso a los mercados internacionales, del cual dependen la sostenibilidad del crecimiento económico y las inversiones que se requieren en materia de infraestructura, salud y educación.

En el escenario bajo, los riesgos asociados a un deterioro más fuerte de los términos de intercambio mantendrían el déficit en niveles altos (5,2% del PIB en promedio para los próximos 4 años), que implicaría una devaluación más pronunciada de la tasa de cambio, lo cual podría generar mayores presiones inflacionarias, reducir el crecimiento económico y dificultar el cumplimiento de la regla fiscal (Cuadro 12).

II Cuadro 12. Escenarios alternativos de Cuenta Corriente 2015-2019 (% del PIB)

	2013	2014	Escenarios	2015	2016	2017	2018	2019
Cuenta Corriente	-3,4	-5,2	Alto	-5,9	-5,1	-3,9	-3,4	-3,1
			Base	-6,5	-5,8	-4,6	-4,2	-3,8
			Bajo	-6,8	-6,2	-5,1	-4,8	-4,6
Balanza Comercial	0,8	-1,7	Alto	-3,9	-3,4	-2,1	-1,8	-1,5
			Base	-4,4	-4,0	-2,8	-2,5	-2,1
			Bajo	-4,6	-4,2	-3,1	-2,9	-2,8
Exportaciones	16,1	14,5	Alto	14,0	14,3	15,4	14,6	14,2
			Base	13,1	13,4	14,0	13,6	13,1
			Bajo	12,2	12,5	13,0	12,5	12,1
Importaciones	15,2	16,2	Alto	17,9	17,7	17,5	16,4	15,7
			Base	17,5	17,4	16,7	16,0	15,2
			Bajo	16,8	16,7	16,1	15,4	14,9

Fuente: Modelo de Balanza de Pagos - Fedesarrollo.

En síntesis, para ajustarse a esta nueva realidad de precios bajos de las materias primas y de una menor demanda y crecimiento mundial, el reto tanto del sector minero-energético como de los demás sectores productivos consiste en reducir los costos de producción e incrementar la productividad. Sin duda ésta no solo es una responsabilidad del sector privado sino que debe ir acompañada de la voluntad del gobierno para llevar a cabo los proyectos, las inversiones y las mejoras en la infraestructura y en la regulación que son necesarias para el desarrollo y crecimiento del país.

Todo lo anterior sugiere que Colombia debe afrontar el fin del *boom* minero-energético (tanto en precios como

en cantidades) y que debe operar bajo las nuevas condiciones de financiamiento externo. En esta coyuntura se hace evidente la necesidad de retomar la agenda de reformas estructurales, que por multiplicidad de factores se han postergado. Los menores precios de los productos básicos crean la posibilidad y necesidad de diversificar la oferta exportadora del país y empezar a aprovechar el incremento en la tasa de cambio así como los Tratados de Libre Comercio (TLC) y así asegurar un mayor crecimiento en el mediano y largo plazo.

Referencias

ANIF (2015). “Desempeño comercial y salvaguardias del Ecuador”, en *Comentario Económico del Día* 5 de mayo.

BP. 2015. BP Statistical Review of World Energy. Junio. Londres, Reino Unido.

Fernández, C. y Villar, L. (2015). “¿Hay vida después de las bonanzas?”, CAF-Fedesarrollo. En Fedesarrollo- Working Paper No. 68. 2015-08

FocusEconomics Consensus Forecast-Major Economies. (2015). Edición de noviembre. Barcelona, España.

Tendencia Económica. (2015). Bogotá: Fedesarrollo, Agosto.

World Bank (2015) *Commodity Markets Outlook-Understanding El Niño*. World Bank, Washington D.C., Octubre 2015.

World Bank (2015). *How important are China and India in global commodity consumption?* World Bank, Washington D.C., Octubre 2015.



¡Ahora **cfa** en Almacenes Éxito!

CFA te ofrece mayor cercanía con las nuevas oficinas en los **Almacenes Éxito**

Encuétranos YA en:

- ✓ Éxito de **Belén (Medellín)**
Carrera 77 28 - 124 Local 0108A
Tel: 384 85 82

Y próximamente en:

- ✓ Éxito de: **Robledo (Medellín)**
Cra. 80 #64-61, Medellín, Antioquia
- ✓ Éxito de: **Cuba (Pereira)**
Carrera 26 con calle 71 (esquina)
- ✓ Éxito de: **Kenedy (Bogotá)**
Avenida 1ª de Mayo con carrera 73 sur

Horario

Lunes a viernes de 10 a.m. a 7 p.m.
Sábados de 9 a.m. a 3 p.m

Seguimos evolucionando
para darte lo **mejor.**

Transacciones que puedes realizar en estas oficinas:

- ✓ Asociarte a CFA y recibir beneficios sociales
- ✓ Abrir tu cuenta de ahorros y ahorro programado
- ✓ Invertir en CDT o CDAT
- ✓ Abrir la cuenta Futuros Gigantes para tus hijos
- ✓ Consulta de saldos y movimientos
- ✓ Solicitar asesoría en seguros
- ✓ Transferencias
- ✓ Solicitud de créditos
- ✓ Pagos de cuotas de crédito con CFA
- ✓ Consignaciones y retiros*

*sujeto a montos autorizados para retiros y consignaciones

Paga tu factura EPM, UNE, Edatel. Paga tus facturas de colegios, administraciones e impuestos con convenio CFA

Toda una oficina a tu servicio.

cfa Cooperativa
Financiera
de corazón.



“ Si tienes clara la estrategia,
¿cuál será tu próximo movimiento? ”
(EAFIT)

¡Nuevo!

DOCTORADO EN ECONOMÍA

SNIES 104710 Medellín
(Ph.D. in Economics)



Ofrece convenios específicos de cooperación con American University (Washington D.C., EE.UU) y la Universidad Católica de Lovaina (Bélgica).

Ingresa a una de las escuelas de Economía y Finanzas más prestigiosas de Latinoamérica. Con docentes nacionales e internacionales de alto nivel, una amplia gama de temas de investigación y localizada en una de las ciudades más innovadoras y prósperas de Latinoamérica.

Investiga sobre temas estratégicos para tu empresa en el marco de tu tesis doctoral, acompañado por docentes con amplia trayectoria en investigación y consultoría.

INSCRIPCIONES ABIERTAS

Juan Carlos Duque, Ph.D.
Departamento de Economía
phdeconomia@eafit.edu.co

Línea de atención al usuario: (+57)(4) 448 95 00
posgrados@eafit.edu.co

www.eafit.edu.co/phdeconomia

Inspira Crea Transforma



1. ¿Qué ha pasado en 2015?

1.1. La regla fiscal y el Marco Fiscal de Mediano Plazo

La Ley 1473 de 2011 -conocida como la Regla Fiscal-, establece una senda decreciente para el déficit fiscal estructural⁹ del Gobierno Nacional Central (GNC). En contraste con lo observado en el primer año de funcionamiento de la regla, 2013, a partir de 2014 el gobierno ha tenido dificultades para lograr que el déficit observado sea igual al déficit estructural requerido. Ello sin embargo estaba previsto en la propia regla, en la cual se establece que el déficit observado puede tener un componente cíclico, como sucede en esta coyuntura, asociado a reducciones inesperadas en los precios del petróleo o a ritmos de crecimiento económico inferiores al potencial de la economía.

En 2014 el déficit estructural del GNC requerido en la regla fiscal era 2,3% del PIB y el déficit observado se ubicó ligeramente por encima, en 2,4% del PIB (Cuadro 13). Esto se justificó por unos ingresos cíclicos negativos, resultado

de un crecimiento del PIB menor al potencial. En ese año los precios del petróleo no generaron espacio para déficit fiscal cíclico en la medida en que en 2013, el año que se usa de referencia para hacer los cálculos de ingresos para 2014, esos precios fueron iguales a los establecidos como referencia de largo plazo (USD \$98 por barril).

Para el cierre de 2015 la situación es muy diferente. Primero, el desfase en términos de crecimiento esperado del PIB (3,3% según los estimativos del Gobierno y 3% según los de Fedesarrollo) con respecto al potencial (4,3%) es sustancialmente mayor. Segundo, aunque los precios del petróleo sólo comenzaron a caer a mediados de 2014, los precios promedio en ese año, que se usan como referencia para el cálculo del déficit cíclico correspondiente a 2015, se ubicaron considerablemente por debajo de los precios de largo plazo. Por esas mismas razones el déficit cíclico aceptable por la regla fiscal es del orden de 0,7 puntos porcentuales del PIB, que se adicionan a un déficit estructural que para este año debería estar en 2,2% del PIB. En estas condiciones, el déficit total acorde con la regla fiscal será de 3% del PIB, en línea con lo que el Gobierno Nacional está proyectando que será el déficit observado.

II Cuadro 13. Balance estructural del GNC

	\$MM			% del PIB		
	2013	2014	2015*	2013	2014	2015*
Balance total	-16.645	-18.356	-23.881	-2,4	-2,4	-3,0
Balance estructural	-16.368	-17.406	-18.106	-2,3	-2,3	-2,2
Balance cíclico	-277	-950	-5.775	0,0	-0,1	-0,7

* Proyecciones.

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

⁹ El déficit estructural es aquel obtenido de descontar los efectos cíclicos asociados a los precios del petróleo y la brecha del PIB.

El aumento que se estima en el déficit fiscal del GNC para 2014 se reflejará con creces en las cuentas financieras del Sector Público Consolidado (SPC) en la medida en que el Sector Descentralizado experimentará una reducción en el superávit que ha venido experimentando en los últimos años. En las subsecciones siguientes se detalla la información sobre los resultados fiscales de 2014 y 2015. Más adelante, en la sección 2 de este capítulo, se discuten las perspectivas fiscales para 2016 y para el mediano plazo.

1.2. Balance fiscal 2014 y perspectivas 2015

1.1.1. Sector Público Consolidado

Al cierre de 2014, el déficit del SPC se ubicó en \$13,7 billones (1,8% del PIB), \$1,5 billones más de lo que esperaba el Gobierno en junio de ese mismo año (1,6% del PIB). Las cifras proyectadas por el Gobierno para 2015 muestran un panorama más preocupante. Mientras que en junio del año pasado el MHCP estimaba un déficit del orden de \$9,7 billones (1,2% del PIB) para el SPC, ahora se proyecta en \$19,1 billones (2,4% del PIB), casi dos veces superior. Esto se explica principalmente por dos factores. Primero, la caída en los precios del petróleo y la desaceleración económica provocarían un deterioro de 0,6% del PIB en el balance del GNC con respecto los resultados de 2014. Segundo, una mayor rapidez en la ejecución de los presupuestos de las regiones, por ser el último año de gobernadores y alcaldes, sumado a los menores ingresos por regalías del sector minero-energético, implica una reducción de 0,3% del PIB en el superávit de Regionales y Locales.

1.1.2. Sector Descentralizado

El balance del Sector Descentralizado se mantuvo superavitario en 0,7% del PIB en 2014, pero tuvo una caída respecto al resultado observado en 2013, de 1,4% del PIB. Este detrimento se hace aún más significativo cuando se compara con el superávit registrado en 2012, cuando alcanzó a ser de 2,8% del PIB. En 2015 se prevé que el sector

descentralizado experimente una leve reducción adicional en su superávit respecto al año anterior. En particular, las entidades Regionales y Locales verán reducir sus excedentes en 0,3% del PIB, lo que no alcanzará a ser plenamente compensado por una mejoría en la situación de las empresas descentralizadas del nivel nacional, en particular del Fondo de Estabilización de Precios del Combustible (FEPC), el cual pasa de presentar un déficit de \$1.346 miles de millones en 2014 a un superávit de \$27 mil millones en 2015. Esto último se explica por un diferencial negativo entre el precio de paridad y el precio de venta interno de los combustibles, originado en la caída de los precios internacionales del petróleo. Así las cosas, el superávit del Sector Descentralizado se ubicaría en el orden de 0,6% del PIB al cierre de este año.

1.1.3. Gobierno Nacional Central

1.2.3.1. Déficit fiscal

Para 2015, el MHCP espera un déficit de 3% del PIB, superior en 0,6 pps al cierre de 2014. Este déficit representa \$24,2 billones, la diferencia entre ingresos totales por \$128,4 billones (15,9% del PIB) y gastos por \$152,6 billones (18,9% del PIB). Esta última cifra ya incluye el ajuste de \$9 billones en el Presupuesto General de la Nación (PGN) aprobado para esta vigencia, cuyo impacto en el gasto total fue sin embargo contrarrestado en alto grado por el impacto de la devaluación sobre el servicio de la deuda externa, que implicó un incremento en el pago de intereses de 0,4% del PIB entre 2014 y 2015. La reducción en el gasto total con respecto a 2014 es de solo 0,2 pps del PIB y se explica por una menor inversión del Gobierno Nacional, la cual pasa del 3% del PIB en 2014 a 2,6% del PIB en 2015, y por menores gastos de financiamiento, que bajan de 13,9% a 13,7% del PIB en el mismo periodo, como se aprecia en el Cuadro 15. Los ingresos, en cambio, se reducen en 0,8 pps del PIB respecto al año pasado, principalmente por la caída en la renta petrolera, que se compensa parcialmente por los mayores ingresos del CREE, de la última reforma tributaria.

Para 2015, la regla fiscal establece una meta de déficit estructural de 2,2% del PIB. No obstante, bajo la metodología vigente los cálculos indican que en 2015 el componente cíclico de los ingresos será negativo en 0,7% del PIB, lo que permitiría un déficit cercano a 3% del PIB, en línea con la proyección actual.

1.2.3.2. Deuda bruta

Al cierre de 2014, la deuda bruta del GNC ascendió a 38,3% del PIB y en lo corrido de 2015 hasta octubre se ubica alrededor del 40% del PIB, equivalente a \$325,7 billones. De ese monto, \$208,0 billones corresponden a deuda interna (64%) y \$117,7 billones a deuda externa (36%). El aumento en el nivel de endeudamiento en lo corrido del año obedece en parte al efecto de la devaluación sobre el stock de la deuda externa. Para finales de 2015, estimamos que el nivel de endeudamiento del GNC estaría cercano a 41% del PIB, y que mantendría una tendencia creciente en el mediano plazo, como lo detallamos más adelante.

1.3. Recaudo tributario en 2015

El recaudo tributario del GNC ha tenido un dinamismo saludable durante lo corrido del año. El gobierno proyecta que los ingresos tributarios se ubiquen en 14,3% del PIB al cierre de 2015, con un incremento nominal de 6,5%. En lo acumulado hasta octubre, el recaudo total se ubicó en \$106,2 billones, con una variación de 8,5% respecto al mismo periodo del año pasado, con lo cual, la meta del gobierno parecería ser factible. El crecimiento observado en el recaudo se explica por un incremento en el recaudo por impuestos externos, que obedece principalmente a la devaluación del peso, y compensa el detrimento anual de 22,6% (en dólares FOB) que han sufrido las importaciones en lo acumulado hasta septiembre¹⁰. Asimismo, el recaudo por concepto de renta,

CREE y patrimonio se vio favorecido por el impacto de la reforma tributaria de 2014 y por el hecho de que en 2015 se están pagando impuestos sobre las utilidades obtenidas por las empresas en el año anterior, cuando fueron considerablemente más altas que las del año en curso. Por su parte, el recaudo del impuesto de IVA e impuesto al consumo en lo corrido de 2015 ha tenido una expansión anual de 5,4%.

Para todo 2015, los ingresos totales del gobierno caen 0,8 pps del PIB respecto a lo registrado en 2014, como consecuencia del detrimento de los ingresos tributarios petroleros (renta, CREE y sobretasa del CREE) y de los dividendos de Ecopetrol, que se reducen en \$9,7 billones entre 2014 y 2015. Esta reducción se ve parcialmente compensada por el aumento en los recursos de capital que recibe la Nación excluyendo el sector petrolero, en el recaudo del impuesto a la riqueza y de impuestos externos –IVA y aranceles– gracias al efecto positivo de la devaluación del peso.

2. Proyecciones

2.1. Presupuesto General de la Nación para 2016

El PGN aprobado para la vigencia 2016 contempla un monto total de gastos de \$215,9 billones. Este monto se redujo frente a lo contemplado en el MFMP por efecto del recorte adicional de 0,2% del PIB en el gasto de 2015 que se aprobó recientemente.

En el MFMP se estimaba un déficit del GNC para 2016 equivalente al 3,6% del PIB. Los ingresos esperados se redujeron en el proceso de discusión del PGN como consecuencia de varios cambios en los supuestos macroeconómicos del gobierno: i) menor tasa de crecimiento de la economía (3,3% en 2015 y 3,5% en 2016, frente a 3,6% y 3,8%, respectivamente en el MFMP); ii) menores precios de petróleo (USD

¹⁰ Para mayor información de los resultados del sector externo, consultar el Capítulo 2.

55,1 en 2015 y USD 50,0 en 2016, frente a USD 60,0 y USD 64,6); y iii) mayor tasa de cambio (\$2.757 en 2015 y \$2.875 en 2016, frente a \$2.480 y \$2.502). Los nuevos supuestos implican que los ingresos para 2016 serían menores en 0,3 pps del PIB frente a lo que se proyectaba en el MFMP. Para compensar estos ajustes en los supuestos, el presupuesto aprobado para 2016 incorpora una provisión que implicará reducir el gasto en la medida en que los ingresos no sean suficientes para mantener el déficit inicialmente programado. En el rubro de inversión, esa provisión representa \$1 billón y en los gastos de funcionamiento (excluyendo el Sistema General de Participaciones) equivale al 1% del monto total del PGN. La suma de ambas provisiones representa una reducción en el gasto total de \$3,16 billones, equivalente a 0,3% del PIB, que le permite al gobierno mantener la proyección de déficit en 3,6% del PIB para 2016. Las estimaciones de Fedesarrollo, sin embargo, sugieren que esa proyección puede ser excesivamente optimista y que el déficit del GNC podría ser mayor, del orden de 4% del PIB en 2016, tal como se muestra en la siguiente sección.

■ Cuadro 14. Proyección de gastos del GNC para 2016 (% del PIB)

Gastos	MFMP 2015	PGN	PGN con provisión
Funcionamiento	14,5	13,8	13,6
Intereses	2,8	2,8	2,8
Inversión	1,8	2,2	2,1
Total	19,1	18,8	18,5

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

2.2. Proyecciones fiscales en el mediano plazo

2.2.1. Déficit fiscal

2.2.1.1. Gobierno Nacional Central

El Cuadro 15 presenta las proyecciones de Fedesarrollo sobre el déficit fiscal del GNC entre 2016 y 2019, expresa-

do como porcentajes del PIB. Por el lado de los ingresos, nuestro estimativo para 2016 es de 14,6% del PIB, inferior al 14,9% estimado por el gobierno. La diferencia obedece a que nuestra proyección de crecimiento económico es menor tanto para 2015 como para 2016. Adicionalmente, Fedesarrollo es menos optimista que el Gobierno con respecto a los recursos provenientes del compromiso de gestión y anti-evasión por parte de la DIAN. Mientras el gobierno estima que dicha estrategia contribuya con 0,5% del PIB adicionales a partir de 2016, nuestras proyecciones le asignan un máximo de 0,1% del PIB.

En el mediano plazo, los ingresos del GNC muestran un deterioro adicional. A pesar de que la recuperación de los precios del petróleo aumentaría la renta petrolera en 0,5% del PIB entre 2016 y 2019, el Gobierno tendría que buscar otras alternativas para incrementar los ingresos tributarios no petroleros. La expiración de la sobretasa temporal del CREE, el GMF (4x1000) y el impuesto a la riqueza en 2018 explican gran parte de la reducción de 1 punto del PIB en los ingresos totales durante este periodo. La caída en los impuestos externos también contribuye al mal comportamiento de los ingresos, principalmente debido a la menor devaluación y a la moderación en el crecimiento de las importaciones.

En lo concerniente al gasto, el gobierno proyecta en el MFMP una política de fuerte contracción. Las cifras incluidas en el Cuadro 15 corresponden con esa política, que implica que la inversión pública caería de 3% del PIB en 2014 a 2,1% del PIB en 2016 y representaría solo 1,8% del PIB a partir del año 2017. El gasto de funcionamiento también mostraría una contracción de 1 punto porcentual del PIB entre 2017 y 2019, algo que resultará difícil de llevar a la práctica. Esta estrategia del gobierno surge como respuesta al encarecimiento del pago de intereses de deuda por cuenta de la reciente depreciación del peso. De hecho, los intereses aumentarían de 2,2% del PIB en 2014 a 2,8% del PIB en 2016, manteniéndose en ese nivel hasta 2019.

Aun con un ajuste tan fuerte en los gastos como el que se supone en el Cuadro 15, al cotejar estas cifras con la proyección de ingresos que hace Fedesarrollo se obtienen niveles de déficit fiscal que se mantendrían en niveles superiores al 4% del PIB, los cuales resultan a todas luces insostenibles desde un punto de vista financiero. De hecho, esas cifras implicarían niveles de déficit primario cercanos al 2% del PIB en varios años. En otras palabras, esta proyección conllevaría la necesidad de que el Gobierno Nacional se endeudara masivamente de manera persistente para pagar los intereses sobre su deuda, algo que los mercados financieros internacionales normalmente no están dispuestos a financiar.

Visto desde otra perspectiva, el déficit proyectado en el Cuadro 15 para los años venideros es superior al déficit estructural requerido por la regla fiscal en magnitudes que oscilan entre 2 y 3 pps del PIB. Para 2016, una parte de esa diferencia podría justificarse por el ajuste cíclico que admite la regla fiscal. Sin embargo, ello deja de ser cierto a medida que pasa el tiempo. A partir de 2017, los ajustes temporales

correspondientes a la caída en los precios del petróleo que se observó en 2014 dejarán de ser justificación para esos desbalances fiscales, lo que implica que el Gobierno tendrá que utilizar otros mecanismos de ajuste. Ante la dificultad de que eso se logre reduciendo los gastos aún más de lo que ya está previsto, dicho ajuste tendrá que venir de un aumento en el recaudo de impuestos, para lo cual será indispensable una nueva reforma tributaria. El gobierno es consciente de esta necesidad y ya ha anunciado la presentación de una propuesta de reforma en el próximo mes de marzo.

2.2.1.2. Sector Público No Financiero y Consolidado

El deterioro de las finanzas del GNC se ve reflejado en las cifras del Sector Público No Financiero (SPNF) y, a su vez, en el Sector Público Consolidado (SPC), cuyo balance fiscal mostraría un deterioro en el mediano plazo en ausencia de una reforma tributaria importante. A pesar de la persistencia en el superávit del sector descentralizado, el SPC evidenciaría un aumento en su déficit fiscal hasta niveles superiores al 3% del PIB en 2019 (Cuadro 16).

II Cuadro 15. Balance fiscal del GNC (% del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Ingresos totales	16,7	15,9	14,6	14,4	14,5	13,6
Renta petrolera	2,6	1,2	0,3	0,5	0,8	0,8
Otros ingresos*	14,1	14,7	14,3	13,9	13,7	12,8
Gastos totales	19,1	18,9	18,6	19,0	18,7	18,1
Inversión	3,0	2,6	2,1	1,8	1,8	1,8
Intereses	2,2	2,6	2,8	2,7	2,8	2,8
Funcionamiento	13,9	13,7	13,7	14,5	14,0	13,5
Déficit total	2,4	3,0	4,0	4,6	4,1	4,5
Déficit primario	0,2	0,4	1,2	1,9	1,3	1,8
Déficit estructural Regla Fiscal	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,6
Déficit requerido con ajuste cíclico (Fedesarrollo)	2,4	3,0	4,0	3,7	2,8	1,9
Déficit requerido con ajuste cíclico (MFMP)	2,4	3,0	3,6	3,1	2,7	2,0
Ingresos faltantes		0,0	0,0	0,9	1,4	2,6

*Incluye recaudo tributario no petrolero y otros ingresos no tributarios.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, cálculos Fedesarrollo.

■ Cuadro 16. Balance fiscal del SPC (% del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Sector Público No Financiero	-1,8	-2,3	-2,9	-3,6	-3,2	-3,6
Gobierno Nacional Central	-2,4	-3,0	-4,0	-4,6	-4,1	-4,5
Sector Descentralizado	0,7	0,6	1,1	1,0	0,9	0,9
Sector Público Financiero	-0,1	0,0	0,1	0,2	0,3	0,3
Sector Público Consolidado	-1,8	-2,4	-2,8	-3,4	-2,9	-3,3

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

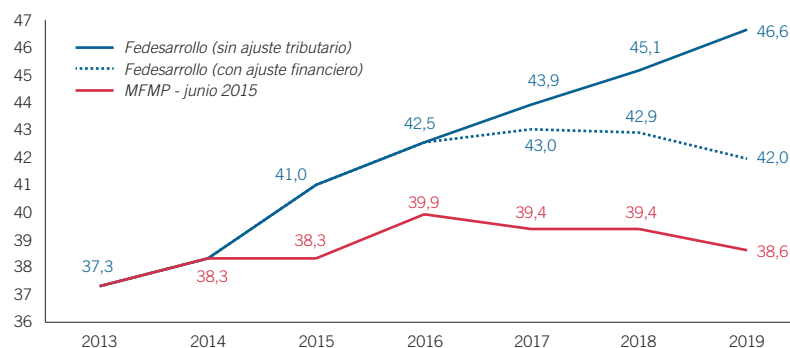
Ante este panorama, el gobierno deberá aclarar en el futuro cercano cuál será la estrategia que logre revertir la tendencia al deterioro que están presentando las finanzas públicas en el mediano plazo. Con esto, se hace urgente que el Gobierno plantee una reforma tributaria que compense la caída permanente en la renta petrolera en el mediano plazo, sustituya la expiración paulatina de los impuestos temporales y envíe un mensaje de tranquilidad a los mercados respecto a su compromiso de cumplir con los límites establecidos por la Regla Fiscal.

2.2.2. Deuda bruta del SPNF

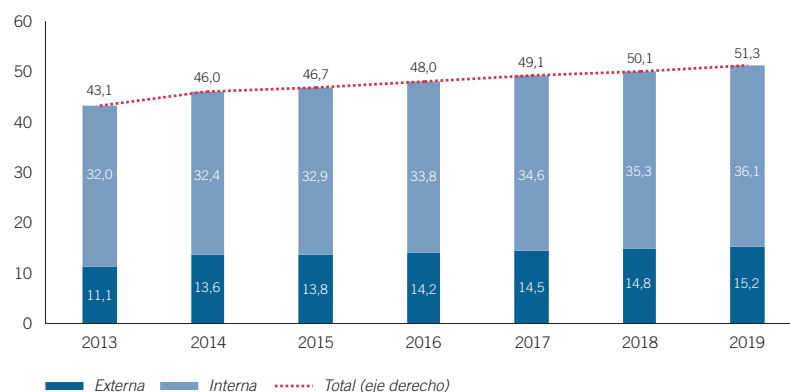
Los niveles de déficit por financiar que se observan en nuestras proyecciones de mediano plazo hacen que la deuda bruta del GNC como porcentaje del PIB crezca en el mediano plazo, a diferencia de la senda decreciente que expone el MFMP. Como lo muestra el Gráfico 18A, en caso de que el Gobierno no realice el ajuste en ingresos explicado en la sección anterior, la deuda del GNC subiría desde 41 %

■ Gráfico 18. Deuda bruta del GNC y SPNF (% del PIB)

A. GNC



B. SPNF



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

del PIB en 2015 hasta cerca de 47% del PIB en 2019. Aún con la aprobación de una eventual reforma tributaria que cubra el total de ingresos faltantes para cumplir con la Regla Fiscal, la deuda bruta sería casi 3 puntos del PIB más grande que la estimada por el MHCP durante el periodo 2017-2019.

A su vez, la deuda bruta del SPNF manifiesta un comportamiento similar, ascendiendo de 46,7% del PIB en 2015 a 51,3% del PIB en 2019. Como se dijo anteriormente, esto se explica principalmente por el deterioro en las finanzas públicas a nivel central, que mostrarían un incremento de \$157,5 billones en su déficit durante el mismo periodo.



Socio de los empresarios que se atreven a **crecer.**

www.bancoldex.com

Línea de Atención Bogotá
(1) 742 0281

Línea Nacional Gratuita
01 8000 18 0710

 MINCOMERCIO
INDUSTRIA Y TURISMO





GOBIERNO
DE ESPAÑA

EMBAJADA
DE ESPAÑA
EN COLOMBIA

OFICINA
ECONÓMICA Y
COMERCIAL

Carrera 9A #99-07
Bogotá

Teléfono: 520 20 02
bogota@comercio.mineco.es
Twitter: @ICEXbogota

APOYAMOS EL COMERCIO Y LA INVERSIÓN BILATERAL ENTRE ESPAÑA Y COLOMBIA

RUEDAS DE
NEGOCIOS



EVENTOS
EMPRESARIALES



ASESORAMIENTO



APOYO A LA
INVERSIÓN



Colombia-España
**jornadas de
parteneriado
multilateral**
Bogotá, 17 - 19 junio 2013





CUANDO TIENES LIBERTY MUCHA GENTE BUENA TE ACOMPAÑA.

Te ofrecemos un producto para cada una de tus necesidades y un equipo humano dispuesto a ayudarte cuando más lo necesitas.

Por esto tener Liberty es quererte más.



Liberty
Seguros

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA

AUTOS - SOAT - HOGAR - VIDA - ARL - SALUD - CUMPLIMIENTO - TRANSPORTE - PROTECCIÓN EMPRESARIAL - RESPONSABILIDAD CIVIL

POLÍTICA MONETARIA Y VARIABLES FINANCIERAS

1. ¿Qué ha pasado en 2015?

Desde febrero del presente año, la inflación se ha ubicado por encima del rango objetivo del Banco de la República (2%-4%), alcanzando en octubre el nivel más alto observado desde marzo de 2009 (5,89%). Las mayores presiones inflacionarias han provenido del componente de alimentos y de bienes y servicios transables, los cuales han respondido al fenómeno del Niño y a los mayores niveles de tasa de cambio. La aceleración de la inflación en los últimos meses, junto con el fuerte aumento de las expectativas de inflación, llevaron a la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) a incrementar en 100 pbs la tasa de referencia en sus tres últimas reuniones.

1.1. Tasas de interés

1.1.1. Tasa de intervención

Tras un año sin modificaciones en la tasa de referencia, en las reuniones de septiembre, octubre y noviembre la JDBR decidió aumentarla en 25, 50 y 25 pbs respectivamente, para ubicarla en 5,50% (Gráfico 19). La decisión se sustentó en la aceleración de la inflación en los últimos meses como resultado de la depreciación del peso y el aumento de los precios de alimentos, junto con la aparición de señales de desanclaje de las expectativas de inflación.

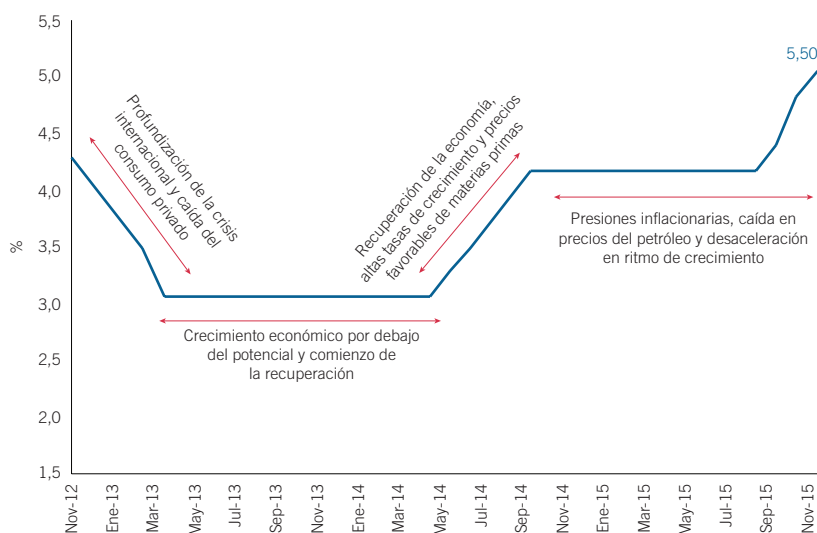
Las expectativas de los administradores de portafolio, de acuerdo con la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) realizada en noviembre por Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de

Colombia, sugieren que la tasa de intervención aumentará aún más en diciembre, de tal forma que se ubique en 5,75% al cierre de año.

1.1.2. Tasas de colocación y de captación

El efecto de las decisiones de política monetaria sobre la actividad productiva se da en parte a través del canal de transmisión de las tasas de interés del sistema financiero ante cambios en la tasa de política monetaria. En este sentido, vale la pena analizar el comportamiento reciente de la tasa de colocación y de captación. El cambio de postura del Banco de la República a finales de septiembre se transmitió a la DTF, la cual se incrementó en 39 pbs con respecto al mismo periodo del año anterior y se situó en octubre en 4,72%. A su vez, la tasa de colocación presentó un aumento anual de 57 pbs y para el mismo mes periodo se ubicó en 11,53% (Gráfico 20).

■ Gráfico 19. Tasa de intervención



Fuente: Banco de la República.

Por otra parte, el margen de intermediación (medido como la diferencia entre la tasa de captación y la tasa de colocación) en lo corrido del año se ha ubicado en promedio en 6,7%, muy similar al promedio observado hace un año en el mismo periodo.

1.1.3. Tasas de los TES

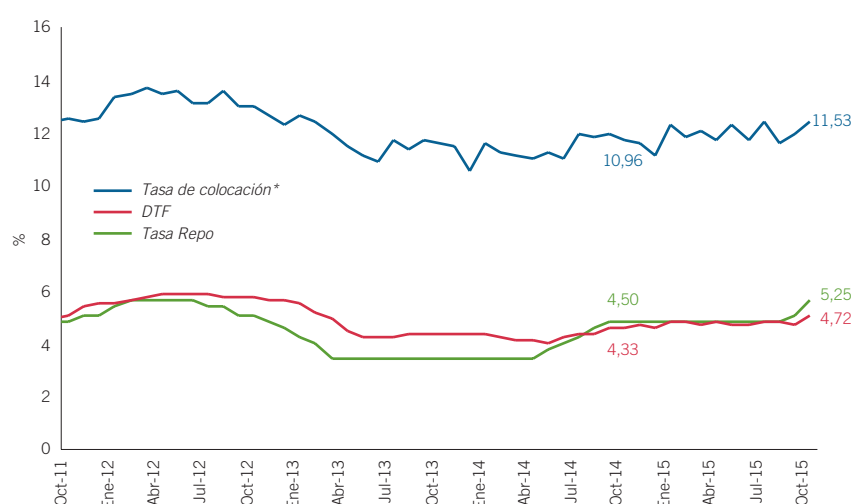
En 2015 se ha presentado un incremento a lo largo de la curva de rendimientos de los bonos del tesoro colombiano. Los TES de largo y corto plazo han evidenciado una desvalorización en lo corrido del año como resultado de una tendencia al alza de la inflación y de una mayor percepción del riesgo. En efecto, los títulos de largo plazo aumentaron de 7,0% en febrero a 8,2% en noviembre, y los activos de corto plazo pasaron de 4,7% a 5,7% en el mismo periodo (Gráfico 21).

1.2. Inflación

En 2015, la variación anual de los precios ha presentado una aceleración con relación al año inmediatamente anterior y desde febrero se ha ubicado por encima del rango meta del Banco de la República (2% a 4%). La transmisión de la depreciación del peso a los productos importados y el incremento del precio de los alimentos, han llevado a la inflación a uno de los niveles más altos de lo corrido de esta década. En particular, para el mes de octubre la inflación anual registró el máximo valor observado desde marzo de 2009 y alcanzó un nivel de 5,9%, que implica un incremento de 2,6 pps con respecto al mismo mes del año pasado (Gráfico 22).

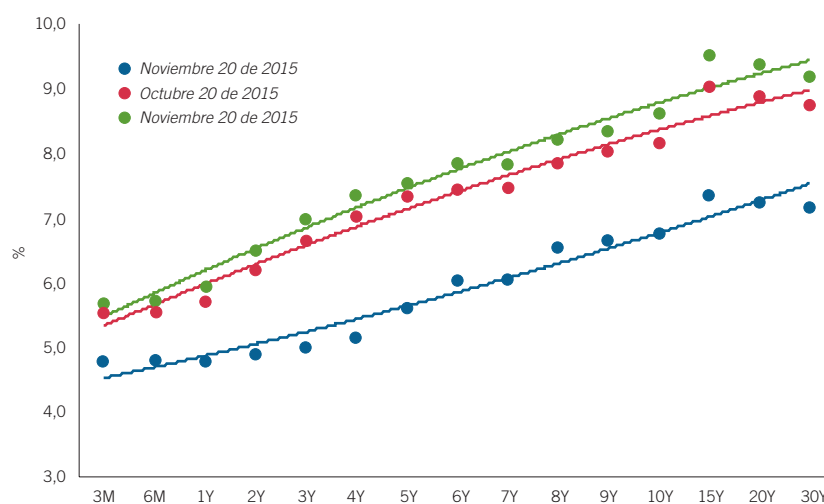
En línea con el nivel general de precios de la economía, las medidas de inflación básica han presentado una aceleración desde finales del año pasado y actualmente se encuentran también por encima del rango meta del Banco de la República. La inflación sin alimentos primarios, servicios públicos y combustibles ha registrado los mayores incrementos y para

■ Gráfico 20. Tasas de interés



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

■ Gráfico 21. Curva de rendimientos TES para Colombia



Fuente: Bloomberg.

octubre se ubicó en 5,54%, mientras que la inflación sin alimentos evidencia el nivel más bajo dentro de las cuatro medidas (4,75% para el mismo periodo) (Gráfico 23).

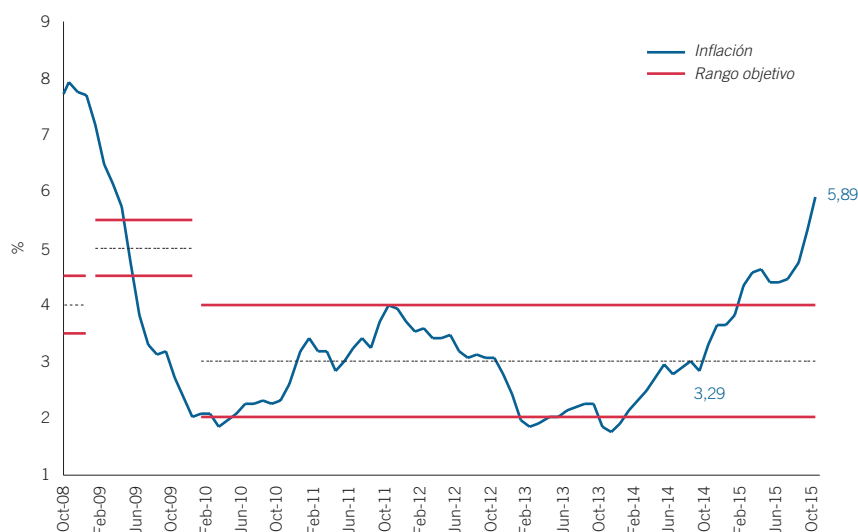
Dada la tendencia alcista que ha registrado la inflación de bienes transables en los últimos meses, se espera que a fin de año la inflación continúe por encima del rango meta del Banco de la República. Además, el incremento de la intensidad del fenómeno del Niño a finales de año y principios de 2016 podría aumentar las presiones sobre los precios de los alimentos y la energía, y postergar la convergencia de la inflación hacia su meta de largo plazo (3%). Según los análisis recientes del Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales (IDEAM) el fenómeno climático alcanzó la categoría fuerte y se extenderá hasta el primer semestre de 2016 con una disminución en la cantidad y frecuencia de las lluvias cercana al 60% para las regiones Andina, Pacífica y Caribe. No obstante, dado que en los próximos meses no se espera una depreciación adicional sobre el tipo de cambio, las presiones provenientes de los precios de productos e insumos importados deberían moderarse.

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 el crecimiento de los precios de bienes y servicios transables como resultado de la transmisión de la depreciación del peso. La inflación de alimentos, por su parte, registró una tendencia creciente en el

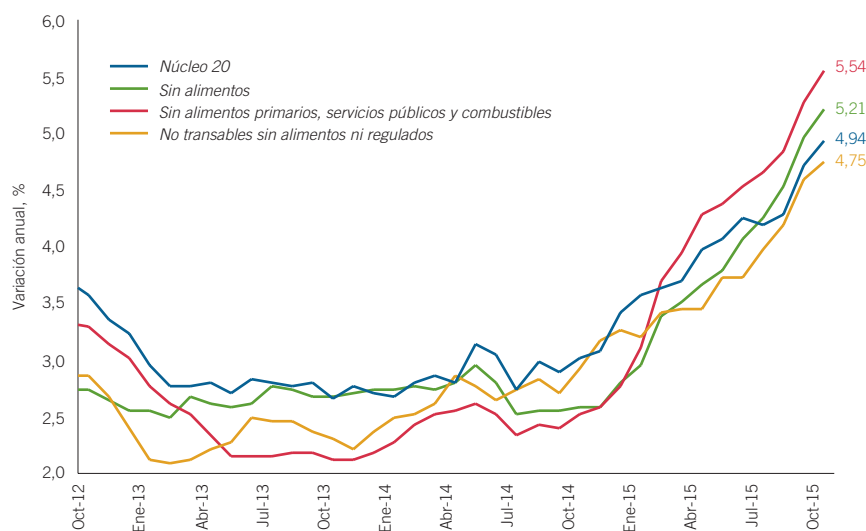
primer trimestre del año como resultado de una menor oferta y desde abril corrigió su trayectoria. No obstante, en los últimos tres meses se empezaron a evidenciar nuevas presiones inflacionarias sobre este rubro como resultado de la mayor intensidad del fenómeno del Niño.

■ Gráfico 22. Inflación anual y rango objetivo del Banco de la República



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 23. Evolución de las medidas de inflación básica



Fuente: Banco de la República.

Desde noviembre de 2014, los precios de los bienes y servicios no transables presentaron un comportamiento ascendente debido particularmente al aumento los precios de arrendamiento (Gráfico 24). Por el contrario, los precios de los regulados han evidenciado una tendencia decreciente desde finales del año pasado como resultado de la caída en los precios del combustible, no obstante en los últimos meses esta trayectoria se ha visto levemente revertida por el incremento de los precios del gas.

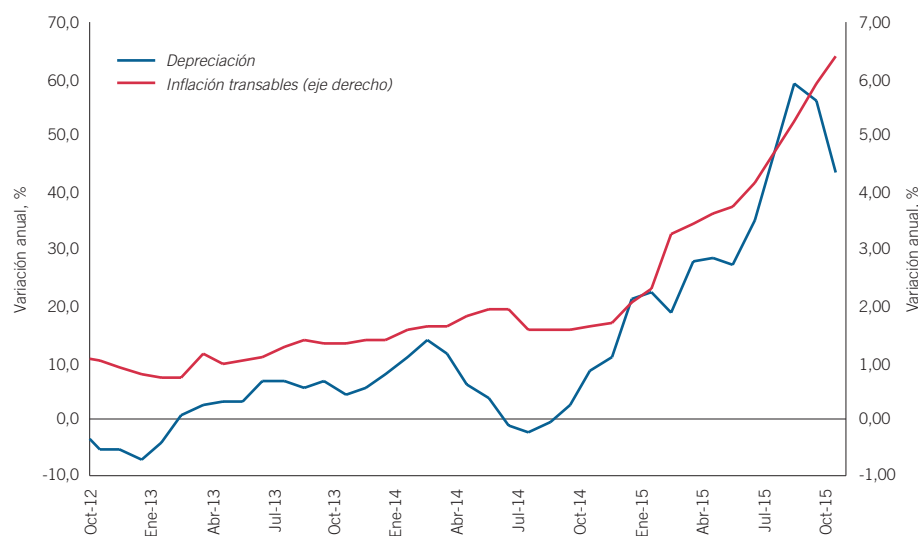
1.2.2. Transables

Luego de oscilar alrededor de 1,72% a lo largo de 2014, la inflación de bienes y servicios transables se ha acelerado de manera importante y para octubre del presente año se ubicó en 6,42%, cifra superior en 4,76 pps respecto al mismo mes del año pasado. La tendencia alcista de este rubro ha respondido a la mayor magnitud de la devaluación

del peso (*exchange-rate pass through*) y el componente dentro de la canasta transable que se ha visto más afectado es el de vehículos, cuyo precio para octubre se incrementó a 16,16% (Gráfico 25). No obstante, dado que en el último mes la depreciación del peso revirtió su tendencia alcista se esperaría que

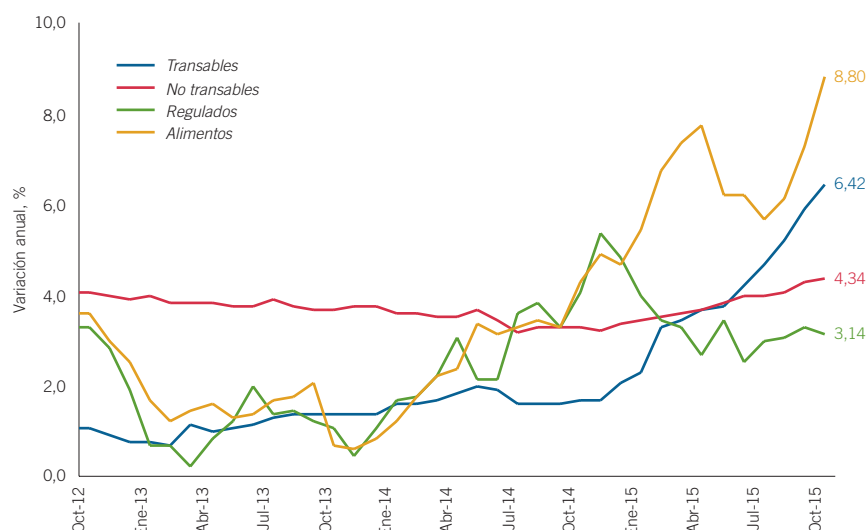
la inflación de transables se modere en los próximos meses.

Gráfico 25. Inflación de transables vs. depreciación



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 24. Inflación por componentes



Fuente: Banco de la República.

1.2.3. No transables

La menor dinámica económica no se ha visto reflejada todavía en los precios de bienes y servicios no transables cuya inflación se ubicó en octubre en 4,34%, cifra superior en aproximadamente un punto porcentual respecto al valor observado hace un año. Aunque todos los componentes de la canasta no transable han presentado una tendencia creciente, las mayores presiones inflacionarias han provenido de los

precios de arrendamiento, cuya variación anual para el mismo periodo se situó en 3,68% (Gráfico 26).

1.2.4. Regulados

Desde finales del año pasado, el precio de los bienes regulados ha mostrado una trayectoria decreciente, que se ha revertido parcialmente en los últimos meses como resultado del incremento de los precios del gas. La caída obedeció principalmente a las disminuciones de los precios de la gasolina y ACPM decretadas por el gobierno, en línea con el comportamiento de la cotización del petróleo (Gráfico 27).

1.2.5. Alimentos

En el primer semestre de 2015, los precios de los alimentos tuvieron una tendencia al alza y en abril alcanzaron un nivel de 7,7% debido a la reducción del área sembrada de muchos

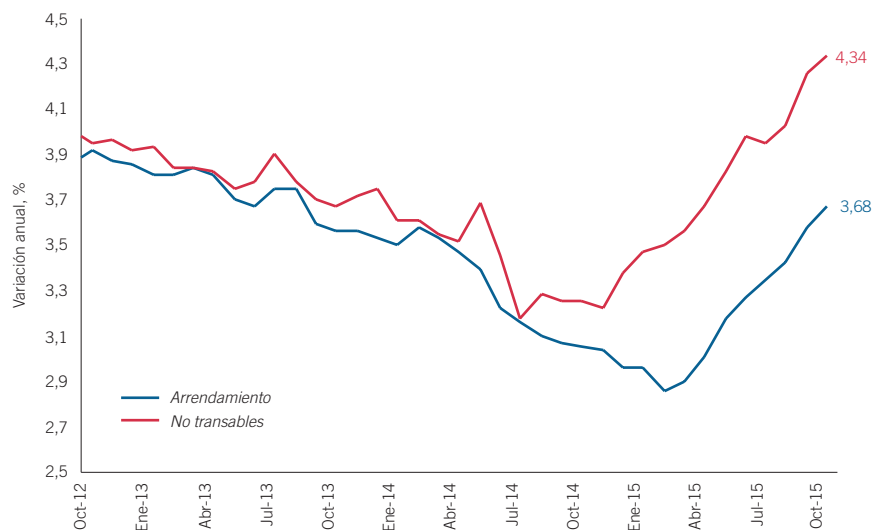
productos. Si bien en los meses siguientes se registró una corrección a la baja del precio de algunos alimentos (principalmente del arroz y la papa), los últimos datos publicados indican que se están presentando nuevas presiones inflacionarias en este rubro como resultado del fenómeno del Niño.

En efecto, para octubre la inflación de alimentos se ubicó en 8,8%, su máximo nivel observado desde principios de 2009. Cabe destacar que uno de los precios que más se han incrementado en lo corrido del año han sido los de hortalizas y legumbres, cuya variación anual para noviembre fue de 44,4% (Gráfico 28).

1.2.6. Inflación por ciudades

Las tasas de inflación de las cuatro ciudades más importantes del país (Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla) han presentado una tendencia al alza

■ Gráfico 26. Inflación de no transables y arrendamiento*



* La inflación del rubro de arrendamientos corresponde al promedio ponderado de arrendamiento efectivo y arrendamiento imputado.

Fuente: Banco de la República, DANE y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 27. Inflación de regulados y combustible



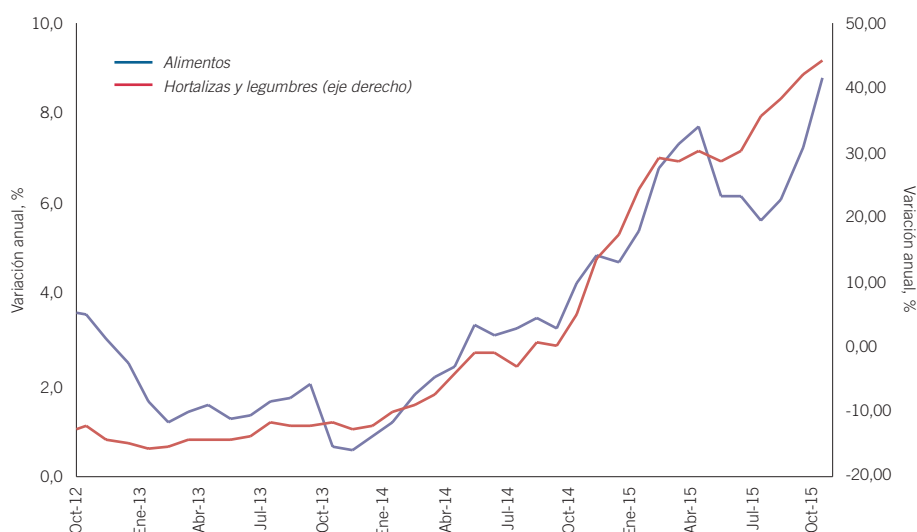
Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

y actualmente se encuentran por encima del rango meta del Banco de la República. Para octubre los precios en las ciudades registraron incrementos anuales promedio de 2,7 pps con respecto al valor observado hace un año, siendo Barranquilla la capital con el nivel más alto (6,6%) y Cali con el valor más bajo (6,0%) (Gráfica 29).

1.2.7. Expectativas de inflación a un año

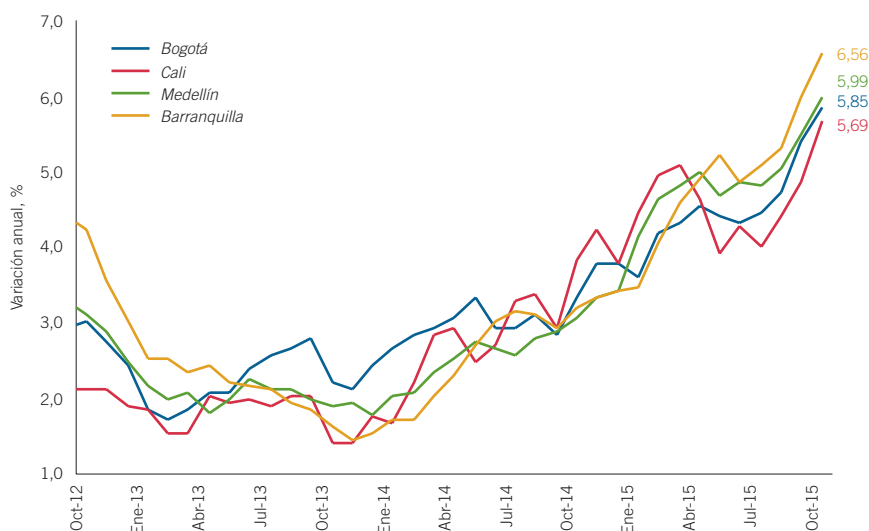
Las expectativas de inflación a doce meses capturadas por la encuesta del Banco de la República han aumentado en lo corrido del año y particularmente en los últimos tres meses han presentado fuertes incrementos. En efecto, en la encuesta

II Gráfico 28. Inflación de alimentos y hortalizas



Fuente: DANE.

II Gráfico 29. Inflación de las principales ciudades



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

de noviembre las expectativas se situaron en 4,22%, cifra superior en 0,94 pps respecto a la encuesta de enero de 2015 (Gráfica 30). Este incremento justificó la última decisión de la JDBR de incrementar la tasa de interés de referencia.

1.3. Agregados monetarios

1.3.1. Efectivo

Desde abril del presente año, la demanda por efectivo ha registrado una marcada tendencia creciente y en septiembre alcanzó el máximo nivel observado desde noviembre de 2006 (19,5%). En efecto, el crecimiento anual del efectivo real pasó de 9,9% en marzo a 19,5% en septiembre de 2015, lo que representa un incremento de aproximadamente 10 pps en menos de un año. No obstante, cabe destacar que en octubre su tendencia alcista se moderó aunque se mantiene en niveles superiores a los registrados en 2014 (Gráfica 31). El notorio aumento en el efectivo puede deberse a la incertidumbre generada por la depreciación del peso y su efecto sobre la inflación, lo cual aumenta la preferencia por liquidez de corto plazo.

1.3.2. Base monetaria

El comportamiento de la base monetaria está determinado en su gran mayoría por la dinámica del efectivo y en menor proporción por las reservas bancarias. Como resultado, la base ha registrado una tendencia alcista desde abril del presente año y en octubre su crecimiento real anual fue 19,6%, lo que representa un aumento de 12,9 pps con respecto al mismo periodo del año pasado (Gráfica 32).

1.3.3. M1

De la mano con el comportamiento del efectivo, la variación anual del M1 ha presentado una tendencia alcista en meses recientes aunque se mantiene en niveles inferiores

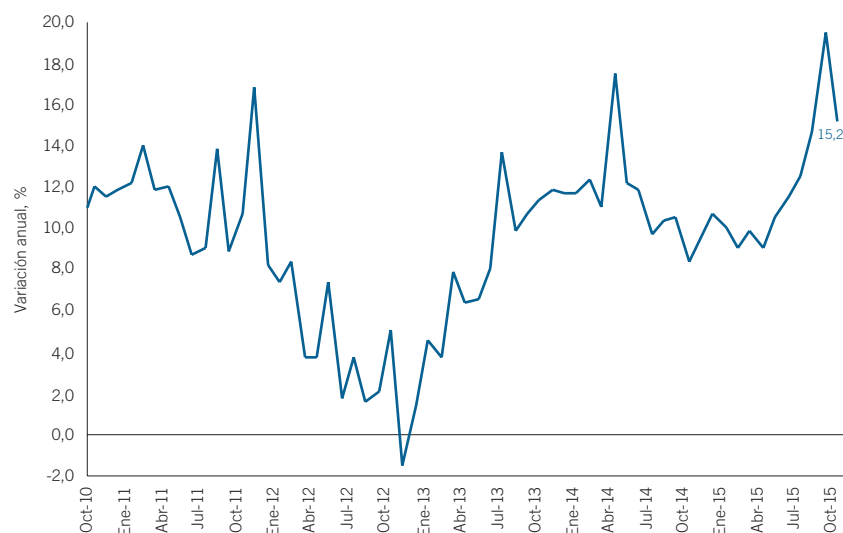
■ Gráfico 30. Expectativas de inflación a 12 meses*



* Corresponde a la mediana.

Fuente: Banco de la República.

■ Gráfico 31. Crecimiento real anual del efectivo



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

a los observados en 2014. En octubre de 2015 la variación anual de M1 en términos reales fue 5,3%, una caída de 3,1 pps con respecto al mismo periodo del año pasado (Gráfico 33).

1.3.4. Cuentas de ahorro y CDT

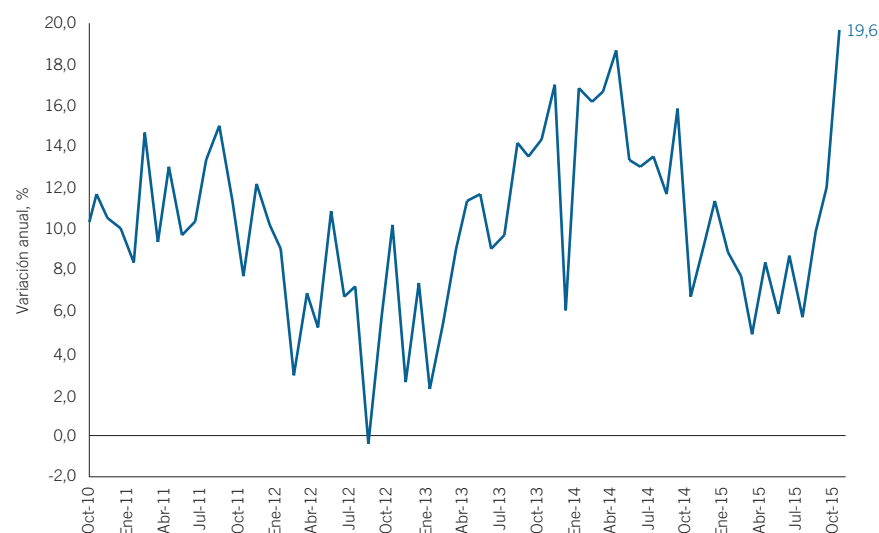
Desde enero de 2015 el crecimiento anual de los denominados cuasidineros (cuentas de ahorro y CDT) ha presentado un quiebre en la tendencia decreciente que había registrado desde hace dos años, como resultado del aumento de los CDT. En octubre del presente año la variación anual real de las cuentas de ahorro y CDT fue 6,5%, un incremento de 3,8 pps con respecto al valor alcanzado a principios de año (Gráfico 34).

1.4. Cartera de créditos

Luego de los altos niveles registrados en 2012, el crecimiento anual del crédito total ha mostrado una tendencia decreciente para estabilizarse en lo corrido del presente año. En octubre la variación anual real del crédito fue aproximadamente de 10%, cifras muy parecidas a la del mismo periodo del año pasado (Cuadro 35A).

Al evaluar la evolución del crédito por tipo de cartera se evidencia un comportamiento heterogéneo. Por una parte, el crecimiento de la cartera de consumo ha presentado una trayectoria decreciente desde 2012 como resultado de una política

■ Gráfico 32. Crecimiento real anual de la base monetaria



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 33. Crecimiento real anual del M1



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

más contractiva por parte del Banco de la República, y por un ajuste en las condiciones en los requisitos de los créditos de los bancos¹¹. A su vez, la tasa de crecimiento

¹¹ Luego de las altas tasas de crecimiento del crédito de consumo en 2012, los bancos ajustaron los requisitos de acceso al crédito con el fin de moderar la dinámica de esta cartera.

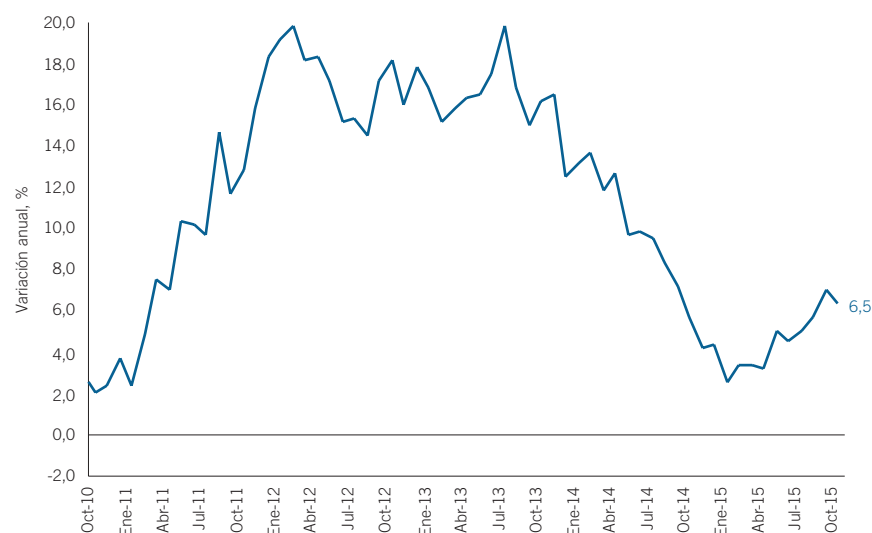
real de la cartera comercial se ha mantenido relativamente estable, mientras que la cartera de microcrédito ha registrado niveles superiores a los observados en 2014 debido al ingreso del Banco Mundo Mujer (BMM) en las estadísticas a partir de febrero del presente año. Finalmente, el dinamismo de la cartera hipotecaria, incluyendo titularizaciones, se ha corregido luego de que entre 2013 y comienzos de 2014 se evidenciaran tasas de crecimiento superiores al 25%, en parte asociadas al efecto de la cobertura de tasas de interés del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria, política que estuvo vigente desde mayo de 2013 hasta diciembre de 2014 (Asobancaria, 2015) (Cuadro 35B). En la actualidad, la mayor parte del crédito está concentrado en comercio y consumo, con proporciones cercanas al 55% y 28%, respectivamente, y las carteras hipotecaria y de microcrédito abarcan el 14% y 3% de la cartera total.

1.5. Vulnerabilidad financiera

Luego de la crisis financiera internacional cuando el indicador de mora (cartera vencida sobre cartera total de crédito) se acercó al 5%, los niveles del indicador presentaron una tendencia a la baja y en los últimos tres años se han estabilizado alrededor de 3% lo que sugiere que la calidad de la cartera no ha sufrido cambios importantes en los últimos años (Gráfica 36).

A su vez, la cobertura de riesgos por parte de las entidades de crédito es confortable. Las provisiones representan actualmente 1,45 veces la cartera vencida, indicador que se

■ Gráfico 34. Crecimiento real anual de las cuentas de ahorro y CDT



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

ha mantenido estable en los tres últimos años luego de que en 2009 se ubicara en promedio en 1,12 (Gráfico 37A). Por otra parte, el nivel de provisiones con respecto a la cartera total ha evidenciado una trayectoria decreciente y en los últimos años se ha estabilizado. Para agosto del presente año se ubicaron en 4,40%, cifra igual a la registrada hace un año (Gráfico 37B).

1.6. Bolsa de valores

El COLCAP es el principal índice bursátil de la Bolsa de Valores de Colombia, y refleja el comportamiento de los precios para las 24 acciones¹² más líquidas del mercado colombiano. En línea con la dinámica de las bolsas de los países emergentes, desde finales de 2014 el índice ha presentado variaciones anuales negativas y en lo corrido del año 2015 su tendencia a la baja se ha visto reforzada. En efecto, el 17 de noviembre del presente año el índice se ubicó en 1.112, representando

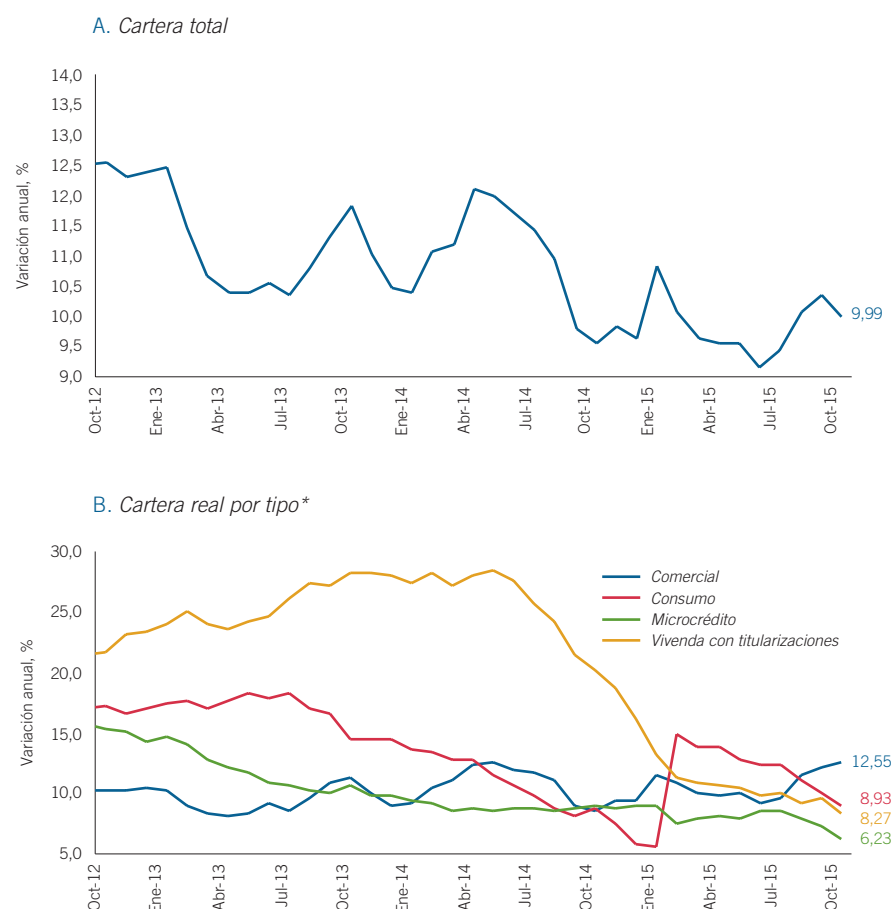
¹² Para el cuarto trimestre del presente año, la canasta COLCAP incluyó en total 24 acciones, tras la recomposición se incorporó la acción de la BCV y se eliminó la de Terpel.

una variación anual de -30,7% y el nivel más bajo desde mediados de 2009 (Gráfico 38).

El pobre desempeño del mercado bursátil obedece en alto grado al desplome en los precios del petróleo y la consecuente caída en las acciones de las empresas del sector energético, entre ellas Ecopetrol, cuyo peso en el índice es de 8,71% y para final de octubre registraba una caída anual de 52,1% en su precio. La caída en los precios sin embargo también ha cobijado acciones de muchos otros sectores. Por ejemplo, el precio de la acción de Avianca

evidenció una caída anual de 60,8% para finales de octubre. La caída generalizada en los precios del mercado bursátil se explica como consecuencia de la caída en las utilidades de las empresas generada por la desaceleración económica colombiana, la incertidumbre derivada de un menor crecimiento de China, la reducción de los flujos de inversión extranjera de portafolio, la expectativa de un incremento de la tasa repo del Fed y la fuerte depreciación del peso. Por otra parte, cabe destacar que en la EOF de noviembre, el 63,4% de los analistas espera que el índice disminuya o permanezca igual en los próximos tres meses.

■ Gráfico 35. Crecimiento real anual de la cartera de crédito



* A partir de las cifras publicadas desde enero de 2015, el leasing habitacional forma parte de la cartera hipotecaria y no de la cartera comercial. Por lo tanto, las variaciones con respecto a 2014 tienen un efecto estadístico.

Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

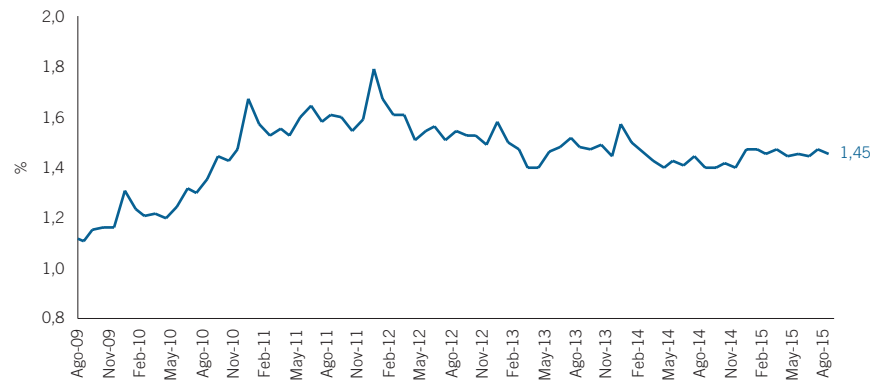
Gráfico 36. Evolución de la calidad de la cartera de crédito



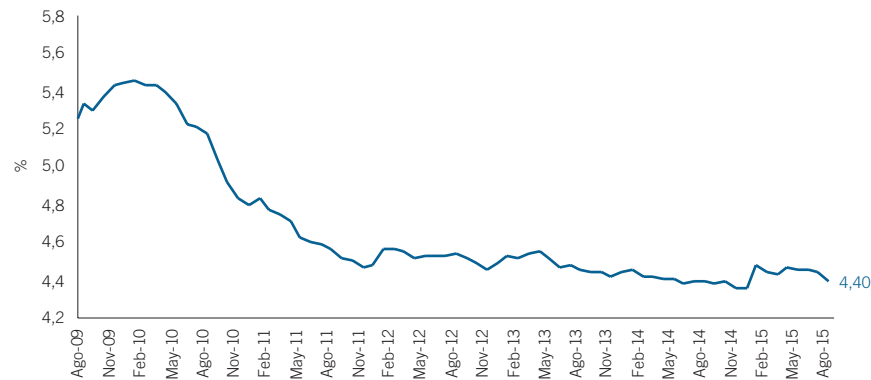
Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 37. Provisiones sobre la cartera

A. Cartera vencida



B. Cartera total



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 38. Índice COLCAP



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia.

nución en la cantidad y frecuencia de las lluvias cercana al 60% para las regiones Andina, Pacífica y Caribe. Los efectos del fenómeno climático se han visto reflejados en el nivel de embalses. De acuerdo con la información del Portal XM las reservas hídricas almacenadas del Sistema Interconectado Nacional (SIN) han registrado una tendencia decreciente desde agosto de 2015 y en octubre presentaron una contracción anual de 14,23%. No obstante, cabe destacar que en noviembre la caída de las reservas se moderó y registró una variación anual de -4,1%.

Dada la persistencia del fenómeno del Niño en el próximo año, la convergencia de la inflación a su meta puntual (3%) podría prolongarse más tiempo de lo esperado. De esta manera, esperamos que la inflación para el cierre de 2016 se ubique en nuestro escenario base en 4,2% y en los siguientes años alcance su meta de largo plazo.

2. Proyecciones

Las proyecciones de inflación y de tasa de interés en los tres escenarios que se presentan a continuación son consistentes con los pronósticos de crecimiento de la actividad económica, las cuentas fiscales y el comportamiento del sector externo descritos en los capítulos precedentes.

2.1. Escenario base

En el escenario base esperamos que la inflación cierre el año en 6,3% como resultado de la transmisión de la depreciación del peso a los productos importados y del efecto del fenómeno del Niño sobre el componente de alimentos. Los rubros más afectados por ambos fenómenos serán el de bienes transables y de alimentos, cuya inflación para final de 2015 se ubicaría en 6,7% y 9,2%, respectivamente.

De acuerdo con el Instituto de Hidrología, Meteorología y Estudios Ambientales de Colombia (IDEAM), el fenómeno del Niño alcanzó la categoría fuerte y se estima que se extenderá hasta el primer semestre de 2016 con una dismi-

Finalmente, esperamos un incremento adicional en la tasa de intervención en el mes de diciembre, que la ubicaría para final de año en 5,75%, como una señal acerca del compromiso del Banco de la República de mantener las expectativas ancladas al rango meta. En 2016, la persistencia del fenómeno del Niño requeriría de incrementos adicionales en la tasa repo hasta situarla en 7,00%, y para los siguientes años debería disminuir paulatinamente en línea con la convergencia de la inflación hacia su meta.

2.2. Escenario alto

En el escenario alto, las mayores presiones de demanda provocarían una importante aceleración en los precios de los bienes no transables, mientras que la apreciación del peso -consistente con un precio de petróleo más alto- llevaría la

inflación de transables a la baja. El primero de estos efectos primaría, de tal forma que la variación anual del índice de precios al consumidor se ubicaría en 4,7% en 2016, postergando la convergencia de la inflación a su meta de largo plazo.

Por otra parte, el Banco de la República reforzaría su tendencia alcista de la tasa de intervención hasta alcanzar 7,5% a finales del próximo año y en los siguientes periodos debería disminuir paulatinamente en línea con la inflación.

2.3. Escenario bajo

Finalmente, en el escenario bajo se presentaría una menor inflación debido al menor dinamismo de la demanda in-

terna. Sin embargo, aún cuando se presentarían menores presiones sobre los bienes no transables, la inflación en 2016 se acercaría a su valor de largo plazo (3,5%). Como resultado, el Banco de la República solo aumentaría la tasa de intervención hasta 6,50% en 2016.

En definitiva, la inflación a final de 2015 estará muy por encima de la meta. Para 2016 el nivel de precios se ubicaría por debajo del límite superior del rango meta del Banco de la República en el escenario bajo, de menor crecimiento económico (Cuadro 17).

II Cuadro 17. Proyecciones variables monetarias

	2014	Escenario	2015	2016	2017	2018	2019
Inflación	3,66	Alto	6,3	4,7	3,5	3,4	3,4
		Base		4,2	3,1	3,0	3,0
		Bajo		3,5	2,5	2,5	2,5
Inflación de alimentos	4,69	Alto	9,2	5,4	3,6	3,5	3,5
		Base		4,9	3,2	3,1	3,1
		Bajo		4,1	2,6	2,5	2,5
Inflación bienes transables	2,03	Alto	6,7	3,7	2,5	2,4	2,4
		Base		4,3	3,0	2,9	2,9
		Bajo		4,7	3,4	3,3	3,3
Inflación bienes no transables	3,38	Alto	4,6	4,2	3,7	3,6	3,6
		Base		3,8	3,3	3,2	3,2
		Bajo		3,1	2,7	2,6	2,6
Tasa repo cierre del año	4,50	Alto	5,75	7,50	7,00	6,75	6,75
		Base		7,00	6,25	6,00	6,00
		Bajo		6,25	5,50	5,25	5,25
DTF	4,34	Alto	6,00	7,75	7,25	7,00	7,00
		Base		7,25	6,50	6,25	6,25
		Bajo		6,50	5,75	5,50	5,50

Fuente: Modelo Monetario de Fedesarrollo.

Referencias

Asobancaria (2015). Panorama de la vivienda en Colombia, ¿qué nos dicen los indicadores? Semana Económica, edición 997.

Banco de la República (2015). Reporte de Estabilidad Financiera.

Banco de la República (2015). Minutas de política monetaria.

Bolsa de Valores de Colombia (2015). Boletín informativo para comisionistas.



Luis Porvenir

Andrea Porvenir

Jaime Porvenir

Clara Porvenir

VIGILADO Superintendencia de Economía - 2015 511-402400



Llegó la familia Porvenir

Una familia como la tuya, que descubrió que hablar de **Pensiones y Cesantías** es más fácil de lo que creías.

Vive sus historias en:



www.porvenir.com.co




Science For A
Better Life





WWW.ANDINA.BAYER.COM
WWW.REPORTESOCIAL.BAYER.COM

La innovación es el motor de nuestro crecimiento, genera valor para nuestra compañía y la sociedad. Para Bayer, la investigación es sinónimo de progreso y sostenibilidad; desarrollamos productos innovadores en las áreas de la salud y la nutrición, respondiendo hoy a las preguntas del mañana.

#UnaVidaMejorEs

 @BayerInnovacion

 /BayerAndina

 BayerInnovacion

1. ¿Qué ha pasado?

1.1. Resultados 2014

Durante el año 2014 el producto interno bruto colombiano tuvo un crecimiento interanual de 4,6%, con una variación positiva para 26 de los 32 departamentos del país. Los únicos departamentos que mostraron caídas en su valor agregado para este año fueron Arauca (-7,0%), Bolívar (-0,7%), Chocó (-6,2%), Magdalena (-0,7%), Meta (-2,0%) y Vichada (-0,7%), como resultado del mal desempeño del sector minero y en algunos casos también del sector de la construcción (Cuadro 18). Todas las regiones registraron aumentos en su valor agregado excepto en la Orinoquía (-0,1%), la cual incluye precisamente tres de los seis departamentos con un desempeño negativo en 2014. El mal comportamiento de la

Orinoquía en ese año se explica principalmente por la caída en 2,2% del sector minero-energético, el cual concentra un 43% del producto interno bruto de esta región.

La región con el mayor dinamismo en 2014 fue la región Andina con un crecimiento de 6,1%, seguida de la región Centro y la región Pacífico, ambas con una variación anual de 4,3%. El buen desempeño de la región Andina obedece en particular al crecimiento de los departamentos de Santander (7,9%) y Antioquia (7,0%), siendo Santander el departamento con la variación interanual más alta del país durante 2014. El crecimiento del departamento de Santander estuvo jalado por los sectores de construcción y minería que tuvieron variaciones anuales cercanas al 15%. Por su parte, el gran dinamizador de la economía antioqueña en el 2014 fue el sector de la construcción con un crecimiento del 29,2%.

■ Cuadro 18. Estructura productiva regional (2014)*

	Participación %					PIB total	
	Centro	Caribe	Andina	Pacífico	Orinoquía	Participación %	Total
Agricultura	2,2	7,3	8,2	7,1	9,7	6,1	31.642
Explotación de minas y canteras	0,3	11,2	4,0	0,9	57,7	7,3	37.823
Industria manufacturera	10,8	10,5	12,9	13,9	2,0	11,1	57.181
Servicios públicos	3,1	4,5	4,0	3,4	1,3	3,5	17.937
Construcción	4,5	7,4	10,5	5,7	6,3	7,2	36.968
Comercio	14,5	11,2	11,6	11,9	4,8	12,0	59.203
Transporte y comunicaciones	7,8	7,6	7,5	7,2	3,8	7,3	61.785
Establecimientos financieros	29,2	12,9	16,5	22,5	4,2	19,7	37.494
Servicios sociales	16,1	17,5	14,3	17,0	8,0	15,4	101.678
Derechos e impuestos	11,3	10,0	10,5	10,4	2,0	9,9	79.510
Total	160.778	77.112	167.534	68.502	34.702	100,0	516.619

* Las cifras se encuentran en miles de millones de pesos

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

El crecimiento de la región Centro estuvo marcado por el buen comportamiento de la ciudad de Bogotá con un incremento del 4,4% en 2014. Los sectores que contribuyeron en mayor medida al crecimiento de la capital fueron: construcción (5,0%), establecimientos financieros (4,9%) y comercio (4,8%), mientras que el sector industrial fue el único que registró una variación negativa del 1,8%. Finalmente, cabe resaltar que en 2014 la región Caribe tuvo un crecimiento de 3,2%, con resultados heterogéneos. Mientras departamentos como Atlántico, con una baja participación en la minería crecieron un 6,7%, otros departamentos como

Bolívar y Magdalena sufrieron contracciones en su valor agregado debido a fuertes caídas en el sector minero, de 10,0% y de 11,3% respectivamente.

Finalmente, cabe mencionar que en el año 2014, la estructura productiva del país estuvo concentrada principalmente en establecimientos financieros, servicios sociales y comercio, sectores que representaron el 47% del PIB. A nivel regional esta tendencia se mantiene, con excepción de la Orinoquía donde la minería representó el 57,7% del PIB (Cuadro 19). La región Centro y la región Andina continúan siendo las

II Cuadro 19. Crecimiento departamental 2014
(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	2,3	-0,2	0,2	3,8	9,9	4,6	4,2	4,9	5,5	4,4	7,8	4,6
Amazonas	-5,6	-	0,0	0,0	-	4,3	5,1	7,4	5,8	4,4	6,7	4,5
Antioquia	-1,4	-1,0	2,0	-1,3	29,2	5,4	4,3	5,4	5,6	6,5	12,3	7,0
Arauca	-1,8	-14,5	1,8	8,3	24,1	3,8	3,0	6,7	6,5	-7,1	1,8	-7,0
Atlántico	6,3	23,8	2,2	9,3	24,4	4,6	4,0	5,1	4,4	6,8	6,1	6,7
Bogotá D. C.	-	9,2	-1,8	2,5	5,0	4,8	4,7	4,9	5,5	4,3	5,9	4,4
Bolívar	0,8	-28,8	-10,0	0,6	11,8	4,0	3,7	1,0	6,4	-1,0	1,1	-0,7
Boyacá	-1,0	8,0	2,6	6,4	12,8	3,9	-2,2	4,6	5,6	4,3	12,0	4,8
Caldas	5,6	13,0	-3,6	5,4	11,8	3,1	3,9	3,7	1,7	3,6	6,6	3,8
Caquetá	1,5	0,0	2,8	9,1	2,6	4,2	2,8	8,0	10,8	6,4	3,5	6,3
Casanare	2,2	5,9	-11,5	6,1	74,6	4,8	5,5	7,1	5,4	7,3	12,3	7,4
Cauca	7,0	-9,7	2,7	15,2	-0,5	3,2	5,6	6,4	4,9	3,9	9,5	4,3
Cesar	8,6	8,0	1,4	10,7	-4,3	4,1	5,0	6,6	7,5	6,6	8,4	6,6
Chocó	8,1	-31,7	0,0	7,7	9,2	2,9	4,6	9,6	-3,1	-6,4	-2,1	-6,2
Córdoba	3,9	-8,4	1,4	5,5	-7,5	3,3	0,5	8,3	8,3	3,2	2,5	3,2
Cundinamarca	1,5	-13,5	2,2	3,5	-11,0	4,6	2,6	5,6	8,9	2,7	11,7	3,6
Guainía	-10,0	-	0,0	0,0	7,7	6,9	20,0	0,0	-1,2	1,3	0,0	1,9
Guaviare	0,0	0,0	0,0	0,0	15,2	4,9	7,5	0,0	3,9	3,7	0,0	3,5
Huila	5,6	-7,6	5,5	8,1	8,5	4,7	-0,1	6,2	6,4	3,5	3,2	3,5
La Guajira	6,0	2,2	3,5	8,1	10,1	4,6	5,9	5,1	-3,4	2,4	5,8	2,5
Magdalena	5,9	-27,6	4,2	4,9	-33,8	5,4	2,5	3,2	3,5	-1,0	4,3	-0,7
Meta	0,6	-4,0	-2,6	3,8	-3,9	4,9	5,7	6,0	6,8	-2,1	4,5	-2,0
Nariño	-2,9	24,5	4,5	1,6	5,6	2,5	3,9	5,6	6,2	4,1	6,2	4,2
Norte Santander	5,1	35,3	-8,2	0,9	8,3	3,1	3,8	3,8	6,1	4,9	5,6	4,9
Putumayo	4,8	4,8	-9,1	9,5	22,9	3,7	5,2	5,9	5,3	5,0	8,0	5,1
Quindío	3,7	-9,1	-2,8	6,3	-5,0	4,3	3,6	5,6	7,9	3,1	9,3	3,4
Risaralda	1,8	0,0	4,4	6,5	-0,7	4,4	5,1	4,2	4,1	3,5	7,0	3,8
San Andrés y Providencia	-9,1	-	0,0	0,0	0,0	2,2	3,8	9,7	3,7	3,1	9,1	3,5
Santander	5,8	15,0	5,0	10,2	15,6	3,8	9,4	4,9	6,6	8,0	7,2	7,9
Sucre	-4,4	7,5	-11,3	8,8	14,3	3,4	5,7	6,4	7,9	4,5	2,6	4,4
Tolima	4,2	-13,6	2,8	5,9	7,7	2,8	3,8	4,9	5,2	2,7	6,8	2,9
Valle	7,6	0,8	1,0	5,3	-1,4	5,2	3,8	4,4	5,7	3,8	13,9	4,7
Vaupés	0,0	-	0,0	0,0	14,3	3,3	0,0	7,7	6,2	4,5	0,0	4,3
Vichada	14,3	0,0	0,0	0,0	-13,0	10,3	4,8	5,3	-8,0	-3,0	8,3	-0,7

Fuente: DANE.

de mayor contribución al PIB nacional, cuya contribución sumada equivale al 63,6% del PIB en 2014. Por su parte, en este año la industria perdió participación en la producción de la región Caribe, en particular en Bolívar como resultado del cierre de la refinería de Cartagena, y Centro, mientras que en la región Andina aumentó 2,5 pps frente a 2013.

1.2. Actividad productiva, comercio exterior y sistema financiero

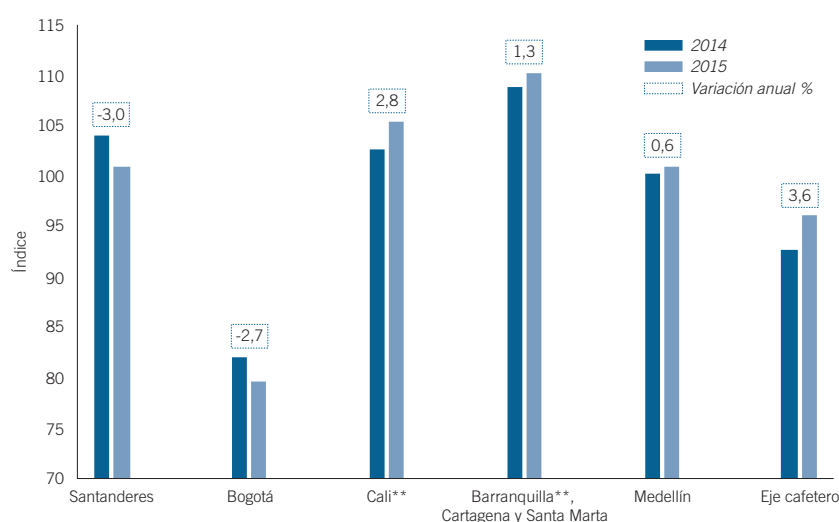
Para aproximarnos al desempeño departamental y regional del país en 2015 es necesario recurrir a indicadores sectoriales de mayor frecuencia que permitan proyectar el crecimiento. Fedesarrollo espera que en 2015 la economía colombiana se expanda a una tasa de 3,0% anual, indicando así una desaceleración frente a los ritmos de crecimiento observados en años anteriores, que necesariamente se verá reflejada en las economías territoriales. No obstante, esta desaceleración se dará en distintas proporciones de acuerdo a la especialización productiva de cada región y departamento y a los sectores que se verán mayormente afectados.

Con respecto al sector industrial, las cifras del segundo trimestre de 2015 muestran que la producción, sin tener en cuenta refinación de petróleo, se contrajo 0,7% frente al mismo periodo un año atrás. A nivel regional, esta caída se registró en los Santanderes (-3,0%), debido a la menor fabricación de productos minerales no metálicos y bebidas, y en Bogotá (-2,7%), como resultado del mal desempeño del subsector de vehículos automotores. Sin embargo, este mal resultado no se dio de forma homogénea en las principales regiones

del país. El índice de producción manufacturera regional registró variaciones positivas en 4 de las 6 regiones de la muestra (Gráfico 39). En particular, destaca el caso del Eje cafetero, región en la cual la industria además de crecer 3,6% jalonada por la fabricación de productos de café, incrementó en 4,5% su personal ocupado. Lo anterior va en línea con la continua mejoría en los niveles de confianza industrial de la región, que en septiembre se ubicaron incluso por encima de los niveles observados en el 2014. De igual forma, la industria de Cali¹³ presentó un resultado positivo tras crecer 2,8%, como resultado principalmente de la mayor producción de jabones y detergentes.

Por su parte, si bien la extracción de petróleo en el país se incrementó 4,3% en el primer semestre del año como consecuencia de la mayor producción en el Meta (5,4%) y Arauca (56,1%) - en particular debido al efecto de menores atentados a la infraestructura del sector con respecto a los

II Gráfico 39. Índice de producción manufacturera regional (Segundo trimestre)*



* El índice excluye refinación de petróleo.

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

Fuente: DANE.

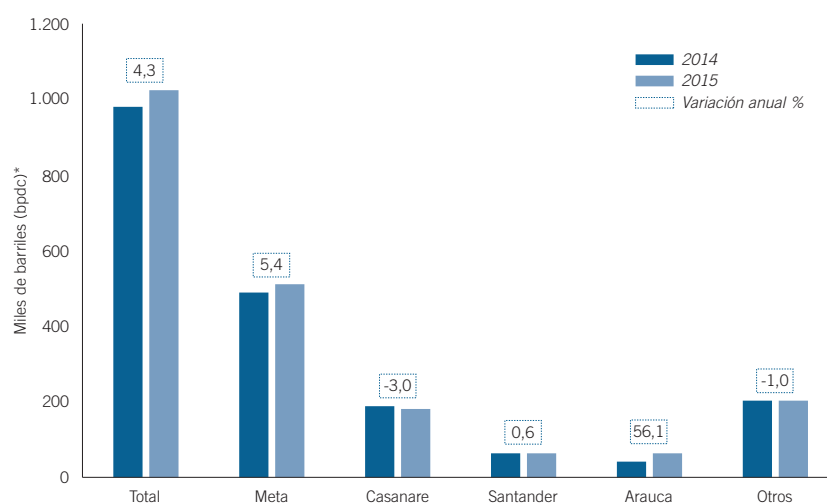
¹³ Incluye Yumbo, Jamundí y Palmira.

registrados un año atrás-, ésta se redujo 3,0% en Casanare, el segundo departamento con mayor participación dentro de la producción nacional (Gráfico 40). Por su parte, la producción de carbón en la región Caribe, que representa el 92,6% de la producción total, se contrajo 1,2% en el segundo trimestre de 2015, debido a la caída de 3% en la producción de carbón del Cesar, que se compensó parcialmente con un incremento del 1,7% en la producción de La Guajira. Así mismo, la producción de oro en Antioquia, departamento que concentra el 39,5% de la producción nacional, decreció 3,3% en este mismo trimestre.

Debido a que la construcción fue el motor principal del crecimiento económico colombiano a lo largo del primer semestre del año, resulta de gran importancia hacer un seguimiento al desempeño reciente del sector a nivel departamental. Con respecto al subsector de vivienda (alrededor del 20% del total de construcción), se encuentra que en lo corrido del año a septiembre los lanzamientos de vivienda nueva se redujeron 9,2% respecto al mismo periodo de 2014, siendo la vivienda VIS la más afectada (-32,4%). En particular, los lanzamientos evidencian una fuerte contracción en la región Caribe, Tolima, Cúcuta y Bogotá y Cundinamarca. En línea con lo observado a nivel nacional, en Bogotá y Cundinamarca se redujo sustancialmente el lanzamiento de viviendas VIS (-18,7%). En contraste, se observa una buena dinámica en la oferta de vivienda en Santander, Antioquia y Bolívar, en donde registró una variación anual de 68,4%, 30,5% y 17,8%.

Sin embargo, las ventas de vivienda, un indicador de la demanda del sector, crecieron 4,6% anual en dicho periodo. El crecimiento en el número de viviendas vendidas se concentró principalmente en Bolívar, Antioquia, Caldas y la región Caribe.

II Gráfico 40. Producción departamental de petróleo (Primer semestre)



* Producción de barriles promedio por día calendario.
Fuente: ANH.

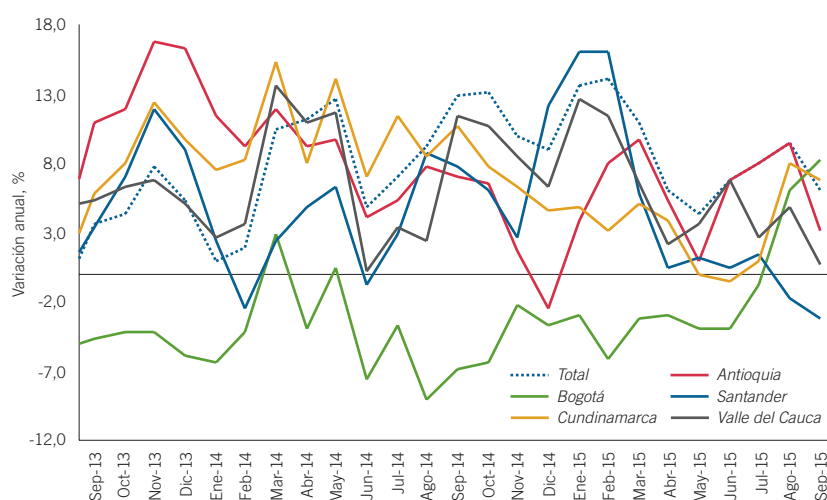
En lo atinente a los despachos de cemento, destaca el hecho de que en Bogotá y Cundinamarca se han acelerado en lo corrido del año a septiembre, al igual que el número de créditos hipotecarios, los cuales crecieron 4,7% en la primera mitad del año. Por el contrario, a lo largo del año se ha observado una marcada desaceleración en los despachos de cemento en Santander, particularmente fuerte en el primer trimestre del año, periodo en el cual crecieron a una tasa promedio de 2,5%, tras presentar tasas de crecimiento de 14,8% en promedio en el último trimestre de 2014 (Gráfico 41). No obstante, el número de créditos hipotecarios aumentó 5,75% en dicho trimestre.

De igual importancia resulta aproximarnos al desempeño del sector de comercio en las principales ciudades de país. En este sentido cabe resaltar que, pese a la desaceleración observada en el primer trimestre del año, el comercio al por menor sin combustibles ni vehículos ha mantenido tasas de crecimiento iguales o superiores a las observadas en el 2014. En lo corrido del año a septiembre ha crecido 6,0%, jalonado por el crecimiento en las ventas en Medellín y Barranquilla, ciudades en las que se presentó una variación anual de 6,7%

y 4,5%, respectivamente (Gráfico 42). No obstante, la ciudad que registró el mayor crecimiento en el personal ocupado en el comercio minorista en este periodo fue Cali, con un crecimiento de 5,4%, seguida por Bogotá que incrementó en 3,5% el número de personas empleadas en el sector.

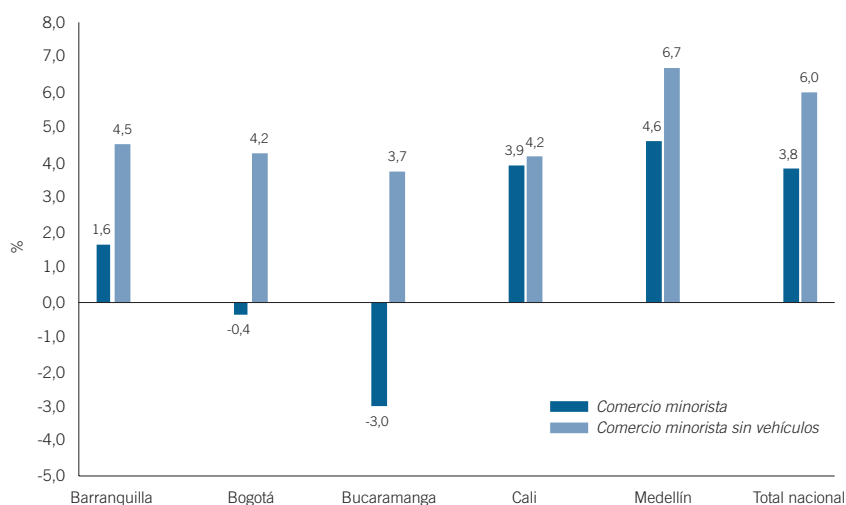
En línea con el comportamiento sectorial, se observan algunos retrocesos en las mejoras del mercado laboral experimentadas en el 2014 en algunas de las principales ciudades del país. En efecto, tanto en Medellín como en Bucaramanga y, en menor medida, en Barranquilla se han

■ Gráfico 41. Despachos de cemento gris en los principales departamentos



* Promedio móvil de tres meses.
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

■ Gráfico 42. Variación anual de ventas minoristas reales (Año corrido a septiembre)



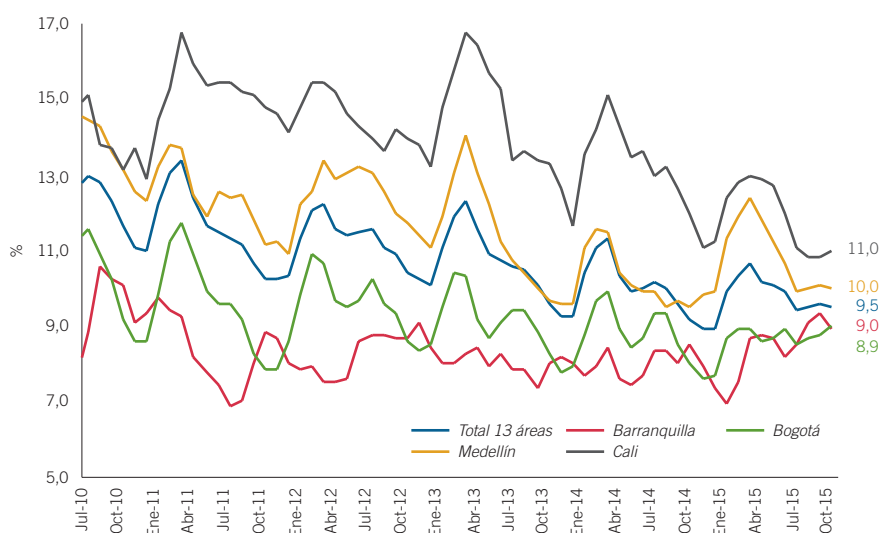
Fuente: DANE.

registrado incrementos interanuales en la tasa de desempleo a lo largo de 2015 (Gráfico 43). Pese a esto, Bucaramanga continúa presentando la tasa de desempleo más baja del país, que se ubicó en 6,6% para el trimestre móvil agosto-octubre. Así mismo, cabe resaltar la buena dinámica de la creación de empleo en Cali, ciudad en la que la tasa de desempleo se ha reducido en promedio 1,6 puntos porcentuales frente a la tasa observada en el mismo periodo un año atrás. De esta forma, la capital del Valle ha alcanzado tasas de desempleo cercanas al 11%, tras haber registrado un desempleo de 13,7% en promedio en el mismo periodo en 2014.

Adicionalmente, es importante mencionar que si bien el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ha deteriorado tanto a nivel nacional como en las principales ciudades del país a lo largo del año, esto ha sido más pronunciado en algunos casos, como en Bogotá y Cali, principalmente como resultado de una caída en el componente de percepción de las condiciones económicas actuales. Por el contrario, la confianza del consumidor en Barranquilla se mantiene como la más alta a nivel nacional, y en Medellín el balance del índice se ubica en niveles relativamente similares a los observados en 2014 (Gráfico 44). Con respecto a la confianza de los industriales a nivel regional, se observa que ésta se ha deteriorado significativamente en Santander y en la Costa Atlántica (Gráfico 45). Por el contrario, se ubica en niveles altos, e incluso superiores a lo observado años atrás en el Viejo Caldas, lo cual va en línea con la buena dinámi-

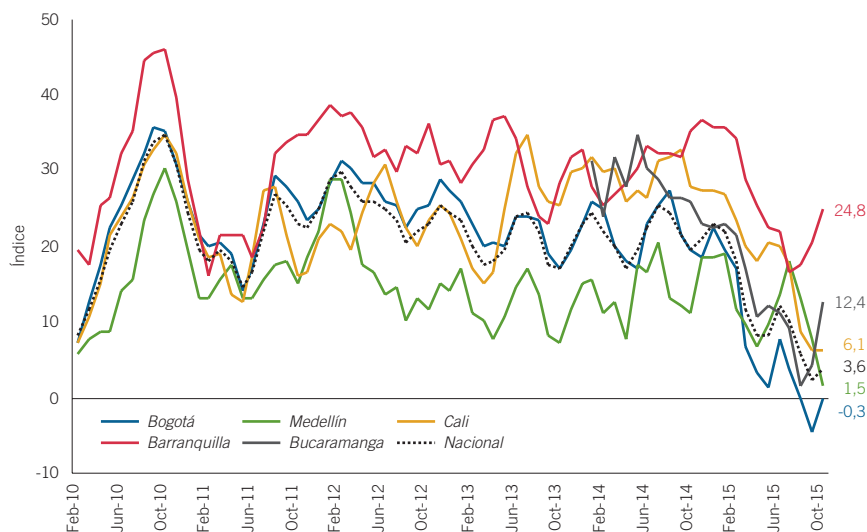
ca de la producción industrial mencionada anteriormente. Finalmente, el balance del Índice de Confianza Comercial se ha mantenido relativamente estable en lo corrido del año a octubre, aunque se observan niveles muy inferiores en Santander (Gráfico 46).

■ Gráfico 43. Tasa de desempleo trimestre móvil



Fuente: DANE.

■ Gráfico 44. Índice de Confianza del Consumidor para las principales ciudades* (ICC)



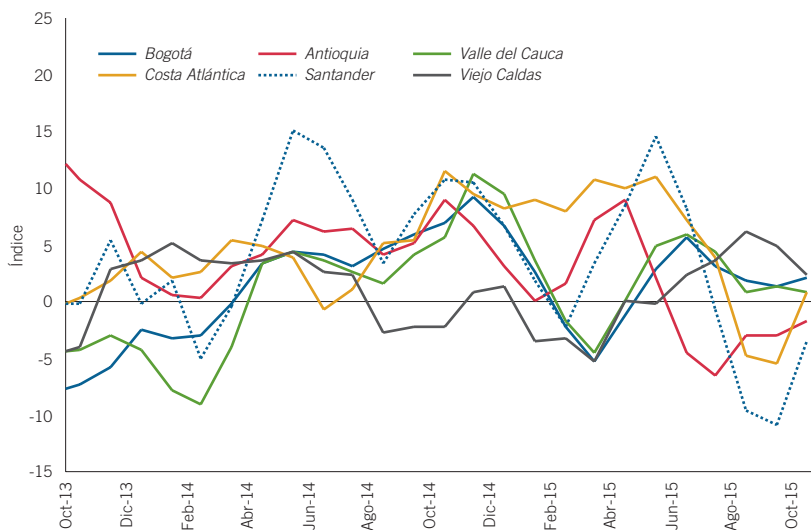
* Promedio móvil de tres meses.

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

Por último, las cifras de comercio exterior muestran que las exportaciones, excluyendo petróleo, en lo corrido del año a septiembre de 2015 se redujeron 15.1% frente al mismo

periodo un año atrás. A nivel departamental, se encuentra que lo anterior responde principalmente al mal resultado de las exportaciones de Antioquia y el Cesar, en particular de las

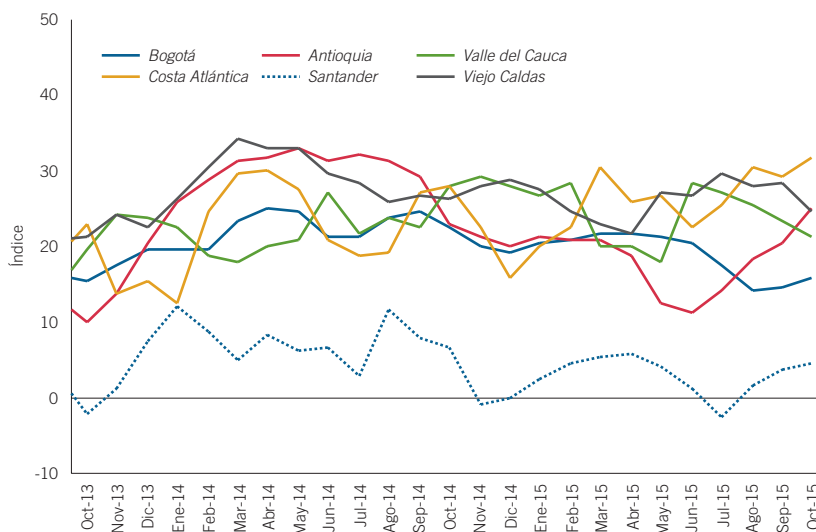
■ **Gráfico 45.** Índice de Confianza Industrial de las principales regiones* (ICI)



* Promedio móvil de tres meses.

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

■ **Gráfico 46.** Índice de Confianza Comercial de las principales regiones* (ICCO)



* Promedio móvil de tres meses.

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

exportaciones de carbón, que en conjunto aportaron 10.3 pps a la caída de las ventas externas colombianas (Gráfico 47). Por su parte, se observa que las importaciones en el mismo periodo presentaron una variación anual de -13.1%. Sin embargo, en Antioquia continúan aumentando y en lo corrido del año se incrementaron a una tasa de 1.7% anual (Gráfico 48).

2. Proyecciones

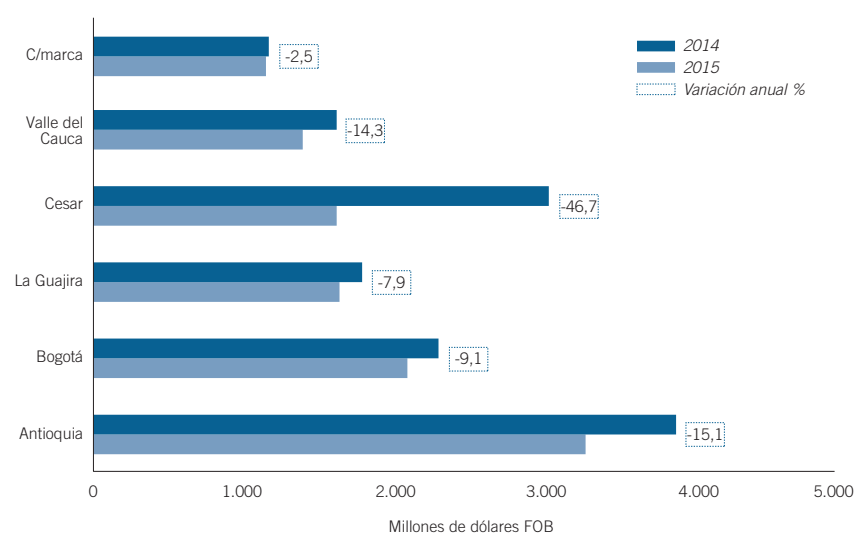
La elaboración de las proyecciones de crecimiento a nivel departamental y regional parte de las estimaciones de Fedesarrollo del crecimiento sectorial y del agregado nacional, teniendo en cuenta la eventual recomposición y especialización productiva en el país.

De acuerdo con ello, se estima que en el 2015 la región que experimentará un mayor dinamismo económico será la región Centro, con un crecimiento de 4,7% anual, jalado por el sector de la construcción. Por el contrario, se espera que continúe la fuerte desaceleración de la región Orinoquía, que va en línea con la contracción esperada del sector de explotación de minas y canteras, tanto en el 2015 como en los años posteriores (Cuadro 20).

Al igual que para el producto nacional, se espera que en 2015 y 2016 la construcción continúe jalando el crecimiento departamental y, por ende, regional. Entre agosto y octubre de 2015 se realizó el cierre financiero de 6 de los 9 proyectos que componen la primera ola de las carreteras de cuarta generación, las cuales tienen un costo cercano a los 8 billones de pesos y se

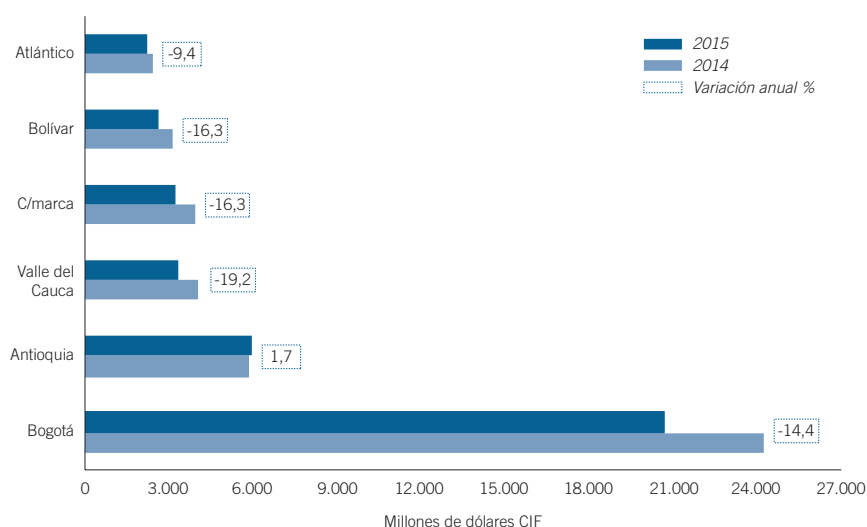
espera que su ejecución comience en el último trimestre de 2015. Estos serán dinamizadores del crecimiento de algunos departamentos. En efecto, el proyecto Girardot-Puerto Salgar, con una inversión cercana al billón de pesos, beneficiará a los departamentos de Tolima y Cundinamarca. Este último también se verá beneficiado por el proyecto Perimetral de

■ Gráfico 47. Exportaciones excluyendo petróleo en lo corrido del año a septiembre



Fuente: DANE.

■ Gráfico 48. Importaciones en lo corrido del año a septiembre



Fuente: DANE.

Oriente que conectará a Cáqueza con La Calera y Sopó. De igual forma, la Autopista Conexión Pacífico 1 y 2, que conectará la región norte del país con el Océano Pacífico, beneficiará a los departamentos de Antioquia y Caldas, así como se espera que el proyecto Conexión Pacífico 3, de una inversión cercana a los 1.3 billones de pesos, beneficie a Antioquia, Risaralda y Caldas. Finalmente, el proyecto Barranquilla-Cartagena, con un costo de 1.42 billones de pesos, tendrá igualmente un impacto significativo en la economía de los departamentos de Atlántico y Bolívar. De esta forma, se espera que el sector de la construcción en la región Andina sea la principal dinamizadora del crecimiento nacional en 2016 y 2017. Con la expectativa de que los proyectos de la segunda y tercera ola lograrán jalonar el crecimiento económico en los años posteriores (Cuadro 21).

Con respecto a las perspectivas de la industria a nivel regional, los resultados de agosto de la Encuesta de Opinión Industrial Conjunta (EOIC) de la ANDI muestran que 7,9%

de las empresas encuestadas tienen planes de establecer plantas de producción en otras regiones de Colombia, dentro de las cuales sobresale el interés por localizarse principalmente en la Costa Atlántica y en Antioquia. De igual forma, la región Centro, Valle del Cauca y los Llanos Orientales son reconocidos como puntos estratégicos de localización de estas plantas. Por otra parte, la entrada en funcionamiento de la refinería de Cartagena tendrá un impacto en el sector industrial de la región Caribe, así como sobre el agregado nacional. Y para finales de 2016, se tiene proyectada la inauguración de la planta de sacrificio de La Fazenda en el Meta, un proyecto agroindustrial que permitirá sustituir parcialmente el dinamismo económico que aportaba la explotación de hidrocarburos a la región, tras la desaceleración de este sector. Finalmente, se espera que el crecimiento en el 2016 esté motivado por una recuperación de la industria, soportado en la sustitución de importaciones y una natural respuesta de las exportaciones no tradicionales al ajuste de tasa de cambio.

II Cuadro 20. Pronósticos del PIB regional (Variación anual, %)

Región	2014	2015	2016	2017	2018	2019
Centro	3,2	4,7	3,6	4,2	4,5	4,1
Caribe	6,1	2,3	0,9	3,1	3,7	3,9
Andina	4,3	2,7	4,7	4,1	4,5	4,5
Pacífico	4,3	2,7	0,1	2,8	3,7	3,7
Orinoquía	-0,1	0,1	-0,7	1,3	1,9	3,0
Amazonía	5,4	-1,8	-1,1	2,8	3,1	3,9
PIB nacional	4,6	3,0	2,7	3,6	4,1	4,1

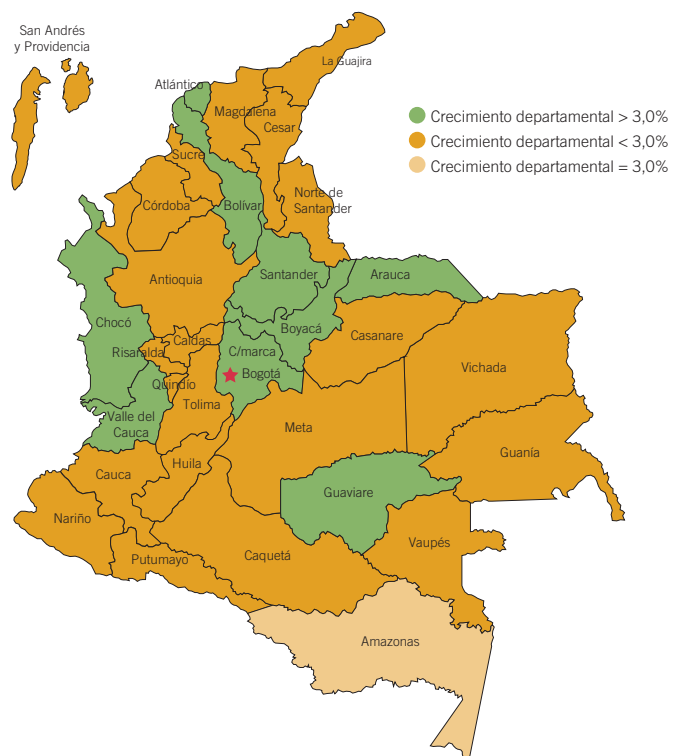
Fuente: Estimaciones Fedesarrollo.

II Cuadro 21. Pronósticos del PIB departamental
(Variación anual, %)

Departamentos	2015	2016	2017	2018	2019
Amazonas	3,0	2,3	3,8	4,0	4,1
Antioquia	-3,1	3,1	4,0	4,4	4,2
Arauca	6,8	-1,6	1,4	1,6	2,9
Atlántico	3,5	2,3	3,4	4,3	4,1
Bogotá D. C.	4,7	3,6	4,2	4,5	4,2
Bolívar	3,5	2,3	3,4	4,3	4,1
Boyacá	13,4	10,9	4,5	4,8	4,8
Caldas	-0,7	-0,1	4,2	4,3	4,5
Caquetá	-2,1	-2,0	4,4	4,5	4,9
Casanare	-0,3	-2,6	0,5	0,7	2,6
Cauca	1,5	-3,3	4,2	4,2	4,5
Cesar	0,3	-0,9	1,7	1,9	3,1
Chocó	8,6	-3,3	3,3	3,5	4,0
Córdoba	0,8	-0,4	3,4	3,7	4,1
Cundinamarca	4,7	3,6	4,2	4,5	4,2
Guanía	-6,2	-0,6	4,3	4,5	4,7
Guaviare	9,8	-0,4	3,3	4,7	5,0
Huila	0,4	-4,0	4,1	4,3	4,9
La Guajira	1,4	-1,6	1,1	1,3	2,8
Magdalena	2,5	-1,0	4,0	4,2	4,3
Meta	-0,6	0,3	1,6	2,4	3,1
Nariño	-0,5	2,2	1,4	4,2	4,5
Norte de Santander	-0,3	-0,1	4,0	4,2	4,4
Putumayo	-4,1	-1,0	1,0	1,2	2,7
Quindío	-0,6	-1,1	4,2	4,4	4,7
Risaralda	0,4	0,6	4,1	4,3	4,5
San Andrés y Providencia	2,4	1,6	4,0	4,3	4,4
Santander	13,4	10,9	4,5	4,8	4,8
Sucre	-0,4	0,0	4,1	4,2	4,5
Tolima	1,2	1,2	2,1	4,0	4,4
Valle	3,1	0,4	2,8	3,6	3,4
Vaupés	1,5	0,6	4,1	4,3	4,5
Vichada	1,9	0,0	4,1	4,3	4,5
Total Colombia	3,0	2,7	3,6	4,1	4,1

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

II Gráfico 49. Proyecciones departamentales 2015



Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo.



POSGRADOS

DOCTORADO

FACULTAD DE EDUCACIÓN Y HUMANIDADES

BIOÉTICA

SNIES 101830 • Siete semestres

MAESTRÍAS

FACULTAD DE CIENCIAS BÁSICAS Y APLICADAS

BIOLOGÍA APLICADA

SNIES 19792 • Cuatro semestres

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

GESTIÓN DE ORGANIZACIONES

SNIES 53322 • Cuatro semestres

FACULTAD DE INGENIERÍA

GERENCIA DE PROYECTOS

SNIES 103838 • Cuatro semestres

INGENIERÍA CIVIL

SNIES 103836 • Cuatro semestres

INGENIERÍA MECATRÓNICA

SNIES 54775 • Cuatro semestres

LOGÍSTICA INTEGRAL

SNIES 103706 • Cuatro semestres

FACULTAD DE EDUCACIÓN Y HUMANIDADES

EDUCACIÓN

SNIES 90692 • Cuatro semestres

FACULTAD DE DERECHO

DERECHO ADMINISTRATIVO

SNIES 5235 • Cuatro semestres

DERECHO PROCESAL PENAL

SNIES 54281 • Cuatro semestres

FACULTAD DE RELACIONES INTERNACIONALES, ESTRATEGIA Y SEGURIDAD

RELACIONES Y NEGOCIOS INTERNACIONALES

SNIES 53970 • Cuatro semestres

ESPECIALIZACIONES

FACULTAD DE CIENCIAS ECONÓMICAS

ADMINISTRACIÓN

AERONÁUTICA Y AEROESPACIAL

SNIES 103777 • Dos semestres

ALTA GERENCIA

SNIES 13469 • Dos semestres

CONTROL INTERNO

SNIES 2965 • Dos semestres

FINANZAS Y ADMINISTRACIÓN PÚBLICA

SNIES 8431 • Dos semestres

GERENCIA EN COMERCIO INTERNACIONAL

SNIES 16074 • Dos semestres

GESTIÓN DE DESARROLLO ADMINISTRATIVO

SNIES 13459 • Dos semestres

MERCADEO DE SERVICIOS

SNIES 13465 • Dos semestres

REVISORÍA FISCAL Y AUDITORÍA INTERNACIONAL

SNIES 16072 • Dos semestres

FACULTAD DE DERECHO

DERECHO ADMINISTRATIVO

SNIES 395 • Dos semestres

DERECHOS HUMANOS Y SISTEMAS DE PROTECCIÓN

SNIES 104555 • Dos semestres

DERECHO SANCIONATORIO

SNIES 53151 • Dos semestres

PROCEDIMIENTO PENAL CONSTITUCIONAL Y JUSTICIA MILITAR

SNIES 13642 • Dos semestres

FACULTAD DE EDUCACIÓN Y HUMANIDADES

DOCENCIA UNIVERSITARIA

SNIES 4358 • Tres trimestres

FACULTAD DE ESTUDIOS A DISTANCIA

ALTA GERENCIA

SNIES 90537 • Tres trimestres

FACULTAD DE INGENIERÍA

GEOMÁTICA

SNIES 52638 • Dos semestres

GERENCIA DE LA CALIDAD

SNIES 52910 • Dos semestres

GERENCIA INTEGRAL DE PROYECTOS

SNIES 4460 • Dos semestres

GERENCIA LOGÍSTICA INTEGRAL

SNIES 15947 • Dos semestres

INGENIERÍA DE PAVIMENTOS

SNIES 10931 • Dos semestres

PLANEACIÓN AMBIENTAL Y MANEJO INTEGRAL DE LOS RECURSOS NATURALES

SNIES 16131 • Dos semestres

FACULTAD DE MEDICINA Y CIENCIAS DE LA SALUD

Conozca nuestra oferta de 51 posgrados médicos:
<http://goo.gl/qNfx5A>

FACULTAD DE RELACIONES INTERNACIONALES, ESTRATEGIA Y SEGURIDAD

ADMINISTRACIÓN DE LA SEGURIDAD

Bogotá: SNIES 3620 • Cali: SNIES 17674

Medellín: SNIES 19935 • Cartagena: SNIES 52991 • Dos semestres

ALTA GERENCIA

DE SEGURIDAD Y DEFENSA

SNIES 103474 • Dos semestres



www.umng.edu.co

(571) 634 32 00 - 650 00 00 :: Línea gratuita: 01 8000 111019

Con **acreditación institucional**
de **alta calidad** por seis años

Sede principal
Calle 100 con carrera 11
Bogotá D. C.

Sede Facultad de Medicina y Ciencias de la Salud
Transversal 3, junto al Hospital Militar Central
Bogotá D. C.

Sede Campus Nueva Granada
Km 2 de la vía Cajicá-Zipacquirá
Cundinamarca

Decreto 1295/2010, art. 39. IES sujeta a inspección y vigilancia por el Ministerio de Educación Nacional.



Programas de pregrado

Ingeniería de Sistemas y Telecomunicaciones

10 semestres Código SNIES 11879

Ingeniería Industrial

9 semestres Código SNIES 91136

Tecnología en Sistemas

6 semestres Código SNIES 54373

Psicología Acreditado en Alta Calidad

9 semestres Código SNIES 4322

Comunicación Social - Periodismo Acreditado en Alta Calidad

9 semestres Código SNIES 52075

Licenciatura en Educación Religiosa

10 semestres Código SNIES 13227

Administración de Empresas

Acreditado en Alta Calidad

9 semestres Código SNIES 1837

Mercadeo

8 semestres Código SNIES 20952

Negocios Internacionales

9 semestres Código SNIES 20440

Economía

9 semestres Código SNIES 1836

Tecnología en Mercadeo

6 semestres Código SNIES 20952

Arquitectura - Acreditado en Alta Calidad

10 semestres Código SNIES 3642

Diseño Industrial

9 semestres Código SNIES 2671

Programas de posgrado

ESPECIALIZACIONES

En Desarrollo de Software

Registro Snies 104109

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

Código Snies 103373

Finanzas

Registro Snies 8602

Gestión de Proyectos de Diseño e Innovación

Código Snies 102787

Edumática

Código Snies 53235

Psicología Clínica

Énfasis en Psicoterapia con Niños y Adolescentes

Código Snies 103069

Pedagogía y Desarrollo Humano

Código Snies 4784

Gerencia de la Comunicación Corporativa

Código Snies 102576

Arquitectura y Urbanismo Bioclimático

Código Snies 102642

Gestión Humana en las Organizaciones

Código Snies 104482

Psicología Social Comunitaria y Acción Psicosocial

Código Snies 104547

Economía Pública y Gestión Territorial

Código Snies 104481

Síguenos en:



@UCatolicaPei



MAESTRÍAS

Pedagogía y Desarrollo Humano

Código Snies 101692

Gestión del Desarrollo Regional

Registro Snies 90666

Estudios Culturales

Registro Snies 104223

FINANCIACIÓN:



Entidades bancarias en alianza

“Estudio en la Católica porque puedo hacer mis prácticas académicas en el país y el exterior”

Andrés Felipe Zárate V.
Arquitectura

¿Y tú qué quieres estudiar?

Sujeto a Inspección y vigilancia por el MEN

PBX 312 4000
www.ucp.edu.co

Av. de Las Américas No. 49 - 95 Pereira

Somos apoyo para llegar a ser gente,
gente de bien y profesionalmente capaz

60 AÑOS



agosto 6 al 22 1.964
bebida de campeones

LLENOS DE ENERGÍA
Y NUTRICIÓN



**ENERGÍA
NUTRITIVA**
PARA QUE NADA TE DETENGA

Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2015 - 2016

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

Oficina Comercial

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 340

E-mail: mruiuz@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

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