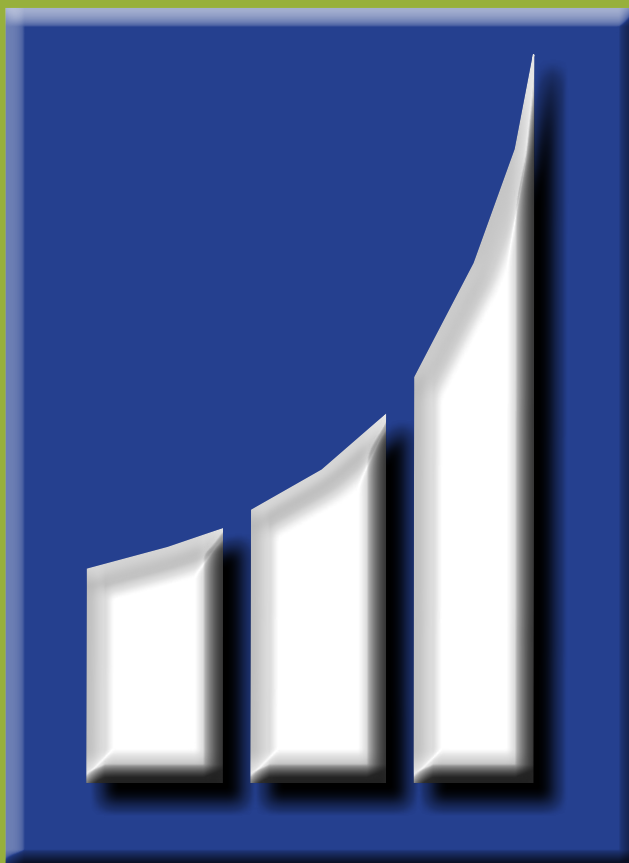


TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

140

Febrero 2014



Editorial: ¿Qué está pasando con el mercado accionario en Colombia?

Actualidad: Descentralización y pobreza: un vistazo al caso colombiano

Coyuntura Macroeconómica

TENDENCIA ECONÓMICA

DIRECTOR EJECUTIVO

Leonardo Villar

SUBDIRECTOR

Juan Mauricio Ramírez

DIRECTOR DE ANÁLISIS MACROECÓMICO Y SECTORIAL

Jonathan Malagón

EDITORES

Leonardo Villar

Jonathan Malagón

DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano

Formas Finales Ltda.

mconsuelolozano@hotmail.com

ISSN 1692-035X



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

Fax: 325 97 70 | A.A.: 75074

<http://www.fedesarrollo.org.co>

Bogotá, D.C., Colombia

CONTENIDO

1

EDITORIAL

Pág. 3

¿Qué está pasando con el mercado accionario en Colombia?

2

ACTUALIDAD

Pág. 9

Descentralización y pobreza: un vistazo al caso colombiano

3

COYUNTURA MACROECONÓMICA

Pág. 15

¿Qué está pasando con el mercado accionario en Colombia?*

Tal como había anunciado desde mayo de 2013, la Reserva Federal de Estados Unidos empezó a retirar gradualmente su agresivo programa de estímulos monetarios, reduciendo su compra mensual de bonos de 85 a 75 mil millones de dólares desde el pasado diciembre y a 65 mil millones desde finales de enero del presente año. Dicho retiro ha generado ajustes agridulces en el balance de la economía global, en tanto confirma la recuperación de la economía norteamericana, alterando el rumbo de los flujos de capital en favor de las economías desarrolladas. De manera complementaria, la incertidumbre generada por los fuertes desbalances de Turquía, la posible desaceleración de China, la situación política de Ucrania y las forzosas devaluaciones de Argentina y Venezuela, han reducido aún más el apetito por los emergentes, incentivando el éxodo de capitales hacia el primer mundo. Lo anterior no solo ha conducido a una pérdida de valor en las monedas emergentes (Gráfico 1A), sino que ha cambiado la valorización relativa de los mercados de renta variable. Así, mientras los índices accionarios de regiones desarrolladas, como el Dow Jones o el Euro-Stoxx, presentaron crecimientos de dos dígitos, los de las economías emergentes, como el S&P MILA y el SHANGAI, evidenciaron una contracción cercana al 30% y 15% respectivamente (Gráfico 1B).

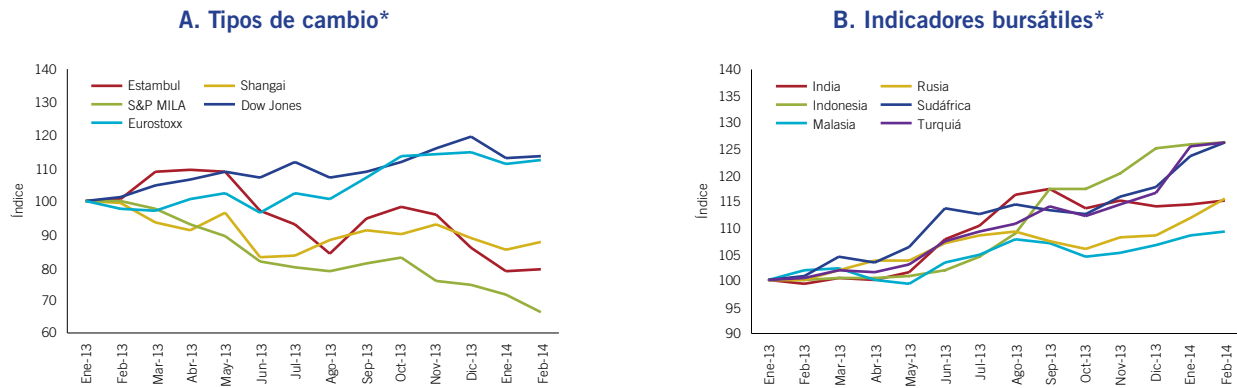
Como es apenas natural, Colombia no ha sido ajena a esta oleada de incertidumbre dentro de los mercados emergentes. Por una parte, la devaluación en lo corrido del año supera el 4%, colocando la divisa de manera sostenida por encima de los 2.000 pesos. Así mismo, el COLCAP (renta variable), que constituye el principal índice de referencia de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), descendió 12,5% en el 2013 y más de 5% en los dos primeros meses del año en curso. No obstante, cabe señalar que, tanto en monedas como en el mercado bursátil, el ajuste de Colombia es inferior al de otros países de la región (Gráfico 2).

La pérdida de valor en las monedas de algunos países emergentes con niveles moderados de dolarización de sus pasivos puede ser vista como una buena noticia, en tanto ayuda a mejorar la competitividad de los sectores transables. La caída en las bolsas, por

* La elaboración de este artículo contó con la asistencia de César Pabón.

Gráfico 1

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIO E INDICADORES BURSÁTILES EN EL MUNDO

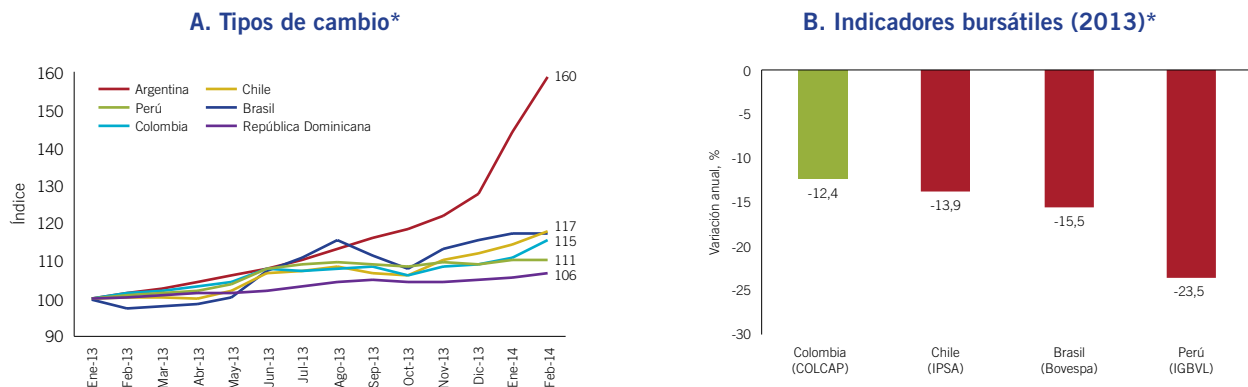


* Base = enero 2013

Fuente: Bloomberg, Pacific Exchange Rates y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 2

EVOLUCIÓN DE LOS TIPOS DE CAMBIOS E INDICADORES BURSÁTILES EN AMÉRICA LATINA



* Base = enero 2013

Fuente: BVC, Bloomberg y Pacific Exchange Rates.

el contrario, tiene un efecto indiscutiblemente nocivo en los niveles de riqueza de un país, lo que puede llegar a afectar el consumo de los hogares. Naturalmente, este potencial impacto negativo varía entre economías en función del grado de desarrollo de sus mercados de renta variable. En Colombia, aparte del entorno internacional, la caída en la bolsa de valores puede estar reforzada por el aún reciente descalabro bursátil de Interbolsa y su consecuente

efecto sobre la confianza del mercado, y por las noticias negativas que en los últimos meses han rodeado a empresas del sector petrolero (Ecopetrol y Pacific Rubiales, en particular), cuyas acciones se encuentran entre las de mayores niveles de bursatilidad en el mercado nacional.

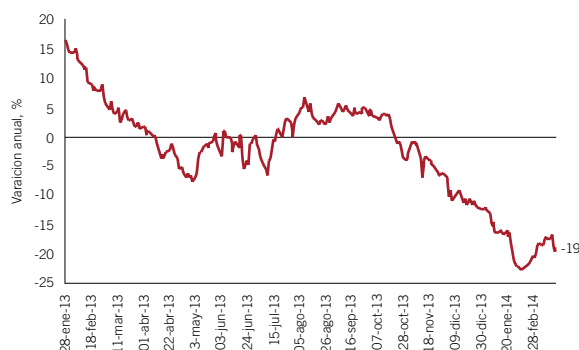
El presente editorial analiza la caída en la Bolsa de Valores de Colombia, tratando de dimensionar el riesgo que

reviste la misma para la recuperación que está mostrando la economía colombiana desde el segundo trimestre de 2013.

Evolución reciente de la bolsa de valores colombiana

Como se mencionó anteriormente, el indicador bursátil más representativo del mercado colombiano (COLCAP) presentó una caída de más del 12% en el año 2013, cifra que se compara desfavorablemente con su crecimiento en el año 2012, superior al 16% (Gráfico 3). Dicho comportamiento estuvo liderado por la vertiginosa caída en el valor de las acciones de las empresas minero-energéticas y en menor medida de las financieras, que conjuntamente representan más del 70% del COLCAP.

Gráfico 3
EVOLUCIÓN DEL ÍNDICE BURSÁTIL COLCAP
(ENERO 1, 2013 - FEBRERO 28, 2014)

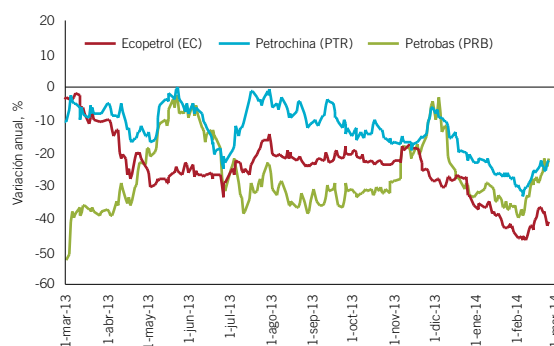


Fuente: BVC.

En lo que respecta al sector minero energético, se destaca el derrumbe de la acción de Ecopetrol, la cual viene de presentar un importante descenso de 32,2% a lo largo de 2013 para continuar con una caída de más del 10% en lo corrido de 2014. Lo anterior estremeció la arena bursátil en el país, al ser la acción con mayor capitalización del mercado colombiano y representar casi una quinta parte del índice COLCAP. Algunos analistas relacionan este comportamiento con aspectos administrativos, baja efectividad de la exploración para aumentar

los niveles de reservas y problemas de orden público que limitan la capacidad de transporte y producción de crudo. Sin embargo, el declive en el precio de la acción parece obedecer principalmente a fenómenos internacionales que han afectado la valoración de las empresas petroleras a nivel global. Evidencia de ello ha sido la desvalorización de las petroleras procedentes de mercados en desarrollo, como Petrobras o Petrochina (Gráfico 4). Más aún, contrario a los pronósticos de los analistas, esta compañía sorprendió al mercado con un aumento de 5,1% en sus reservas aprobadas, así como con un nivel de producción promedio record para el año 2013. En el caso colombiano, la caída en la acción de Ecopetrol ha ido acompañada de una reducción aún mayor en la acción de Pacific Rubiales, la cual presentó un descenso de 18% en 2013 y en lo corrido de 2014, hasta febrero 28, acumula una caída superior al 10%. Además, las malas noticias en el sector energético no vinieron dadas solamente por las petroleras. De hecho, las acciones de ISA presentaron un descenso de 5,2% en el 2013, que contrasta con un crecimiento cercano a 5% en 2012.

Gráfico 4
EVOLUCIÓN DEL PRECIO DE LA ACCIÓN DE LAS
PRINCIPALES PETROLERAS EN PAÍSES EN DESARROLLO



Fuente: Bloomberg.

En cuanto al sector financiero, su fuerte caída también se encuentra vinculada con el contexto internacional. En particular, las acciones del Grupo Sura y Bancolombia,

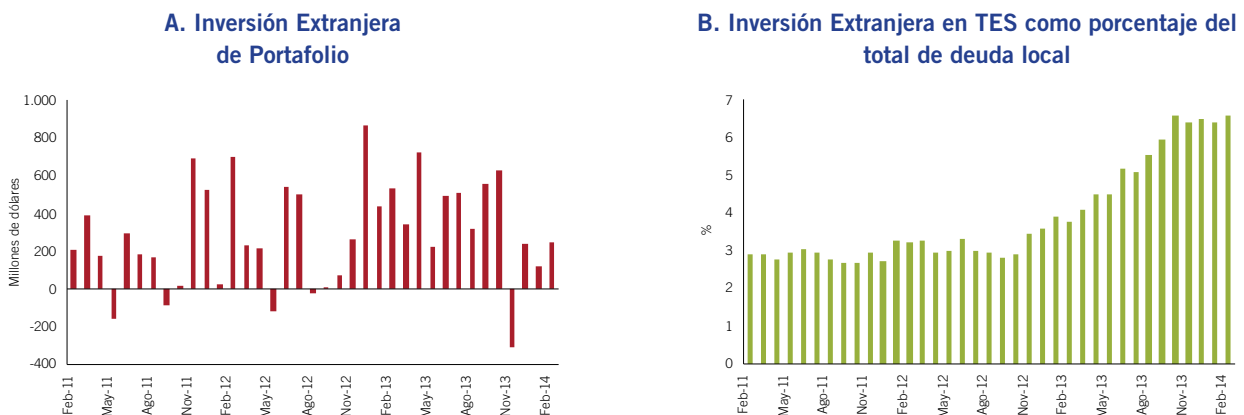
que representan el 22% del índice COLCAP, evidenciaron un descenso de 11,6 % y 20,6% respectivamente en el 2013, y ya acumulan un declive por encima del 8% en lo corrido de 2014. Lo anterior ocurrió pese a que Bancolombia presentó un importante aumento tanto en sus activos (33,6%) como en su posición de liquidez. Finalmente, las acciones más representativas en lo que corresponde al sector real también presentaron un derrumbe durante el 2013 que contrasta con su esplendor en 2012. De hecho, el precio en bolsa de Almacenes Éxito pasó de crecer a ritmos cercanos al 40% en 2012, a decrecer en 15,5% en 2013. Por su parte, Nutresa, que representa el 7% del COLCAP, pasó de crecer 16,6% en el 2012, a un modesto 4% durante el último año.

El comportamiento reciente de la bolsa de valores en Colombia no puede leerse como una crisis en su aparato empresarial. Por el contrario, debe recordarse que la caída en precios de las acciones se presenta en el marco de una franca recuperación de la economía nacional, evidente desde el segundo trimestre de 2013. Adicionalmente, la desvalorización no es exclusiva de la renta variable, sino que se evidencia de igual forma en la evolución de los TES e incluso de la inversión extranjera de portafolio, que

tras haber presentado niveles record en 2013 por cuenta de los cambios en las condiciones tributarias, presentó a partir de noviembre una importante pérdida de dinamismo (Gráfico 5).

De manera general, la tendencia decreciente de los precios en las acciones estaría reflejando cambios en las condiciones internacionales de liquidez, tal como ocurrió con la fuerte valorización que precede la presente distorsionada. Ejemplo de lo anterior es el caso de la acción de Ecopetrol, la cual pasó de ser negociada a niveles promedio de \$2.000 pesos en 2009 a \$5.400 en el 2012, superando todos los pronósticos del mercado. Indiscutiblemente, este incremento tiene que ver con el excepcional desempeño de la gestión administrativa de esta empresa, así como con sus importantes niveles de rentabilidad. Sin embargo, existen serios indicios para suponer que esta acción estuvo sobrevalorada, ya que la compañía en bolsa llegó a ser estimada por encima de otras petroleras con mayores niveles de producción y de reservas. En estas condiciones, el significativo declive de esta acción en el período más reciente habría sido simplemente una normalización para estabilizar el precio en armonía con sus fundamentos.

Gráfico 5
EVOLUCIÓN DE LA INVERSIÓN EXTRANJERA



Fuente: Ministerio de Hacienda y Banco de la República.

Implicaciones económicas de la caída de la bolsa

Las caídas en las bolsas de valores generan efectos nocivos en la demanda agregada y en el dinamismo de las economías, toda vez que contraen la riqueza de los poseedores de los títulos. Por supuesto, el potencial impacto negativo varía entre economías en función de su grado de profundización financiera y cultura bursátil. En efecto, la literatura sugiere que para países en desarrollo una caída del 10% en el valor del principal indicador bursátil puede estar asociada a una contracción en el consumo que va de 0,26% a 0,3% (Peltonen, Sousa y Vansteenkiste, 2012). En Estados Unidos, esta relación es mucho mayor, ya que las contracciones bursátiles de un 10% acarrearán disminuciones en el consumo cercanas al 0,6% (Carroll, Otsuka y Slacalek, 2011).

Vale la pena anotar que si bien las acciones en muchas partes del mundo afectan de manera directa el consumo de los hogares, el poco desarrollo del mercado bursátil en Colombia hace que dicho efecto sea menor. De hecho, según el Banco Mundial, la capitalización bursátil de las compañías colombianas representaba apenas el 71% de su respectivo PIB para el 2012, mientras en Estados Unidos este valor representaba más del 115%. Más aún, el total de capitalización de nuestro país parece estar sobrestimando el impacto real sobre el consumo de los hogares, en tanto existe un muy bajo porcentaje de ese nivel que afecte directamente el patrimonio de las familias.

Particularmente, debe recordarse que al analizar la composición de los accionistas de Ecopetrol, que comprende la mayor capitalización bursátil del país, un 90% corresponde a la Nación y no a riqueza de los hogares. Por todo lo anterior, cabe esperar que el efecto riqueza y

el consecuente impacto negativo sobre el consumo de una caída en el precio de las acciones sea marginal.



Colombia no ha sido ajena a los cambios en las condiciones internacionales de liquidez. No solo su moneda ha sufrido una fuerte pérdida de valor, sino que también se han desvalorizado sus mercados de renta fija y variable. A diferencia de la depreciación cambiaria, que puede ser beneficiosa para la cuenta corriente, el desplome de las bolsas constituye un claro riesgo para las economías, dado que pueden estar revelando un peor desempeño empresarial y porque generan un efecto riqueza adverso para el consumo de los hogares. En Colombia, sin embargo, el comportamiento de las acciones no ha obedecido a los fundamentales del aparato empresarial doméstico, sino a la reversión de flujos internacionales en contra de los emergentes. Así mismo, se estima que el efecto sobre el consumo de los hogares sea menor, en línea con el moderado desarrollo del mercado bursátil en el país.

Si bien es claro que el futuro cercano dependerá de los inciertos resultados como la evolución de los desbalances de Turquía, la profundidad de la desaceleración China o la velocidad con la que reaccionen los indicadores líderes de la economía norteamericana, de lo que no cabe duda es que en el mundo poco a poco se ha ido diluyendo la euforia bursátil y cambiaria que generó la gran expansión de la liquidez mundial de los años 2010-2013, asociada con el pobre comportamiento de las economías desarrolladas en ese período. Así como atrás han quedado los tipos de cambios por debajo de 1800 pesos por dólar, difícilmente los mercados accionarios en el mundo emergente vuelvan a registrar valorizaciones como las presentadas tras la crisis financiera internacional.

Referencias

- Carroll, C; Otsuka, M; y Slacalek, J. (2011). "How Large Are Housing and Financial Wealth Effects? A New Approach". *Journal of Money, Credit and Banking*: vol. 43(1), pages 55-79, 02.
- Peltonen, T; Sousa, R; y Vansteenskiste, I. (2012). "Wealth effects in emerging market economies". *International Review of Economics and Finance*: 24, 155-166.

Descentralización y pobreza: un vistazo al caso colombiano*

Una extensa literatura documenta distintos mecanismos a través de los cuales la descentralización permitiría alcanzar metas sociales para toda la población de manera más efectiva que en un sistema centralizado. De una parte, las entidades subnacionales cuentan con más y mejor información que los gobiernos centrales sobre los requerimientos de sus electores, por lo que les resulta más fácil ajustar las políticas a sus necesidades (Oates, 1972). Por otro lado, el control ejercido por los electores es mayor en el caso de los gobiernos locales, lo que genera una mayor eficiencia en la provisión de bienes públicos a este nivel (Breton, 1996). Finalmente, en la medida en que la descentralización fiscal promueve la competencia inter-jurisdiccional por los recursos fiscales, penaliza los gobiernos locales ineficaces, contribuyendo al mejor uso de los impuestos (Brennan y Buchanan, 1980).

Hay, sin embargo, dos argumentos que irían en la dirección contraria, es decir, que la descentralización podría aumentar la desigualdad regional y afectar negativamente la satisfacción de las necesidades de la población, en particular de los más pobres: en primer lugar, en un sistema de federalismo fiscal las regiones más pobres estarían en desventaja para proveer bienes públicos necesarios para promover el crecimiento económico, y por esta razón, a menos que existan transferencias intergubernamentales, las brechas regionales en términos de ingreso per cápita serían mayores. En segundo lugar, los gobiernos locales son susceptibles de captura política por grupos de interés con capacidad para desviar los recursos hacia sus propios fines y en contra del interés general y de la población más pobre en particular (Bardhan y Mookherje, 2005).

En el caso colombiano, como en muchos países en desarrollo, la descentralización no ha seguido un modelo de federalismo fiscal, sino que el énfasis ha estado mucho más en la delegación de la entrega de servicios sociales a los gobiernos locales, complementada con un sistema de transferencias intergubernamentales.

Una reciente investigación de Fedesarrollo, liderada por su Subdirector, Juan Mauricio Ramírez¹, analizó el impacto de la descentralización fiscal, política y administra-

* La elaboración de este artículo contó con la asistencia de Wilber Jiménez.

¹ En este trabajo también participaron Yadira Diaz de la Universidad de Essex y Juan Guillermo Bedoya de Fedesarrollo.

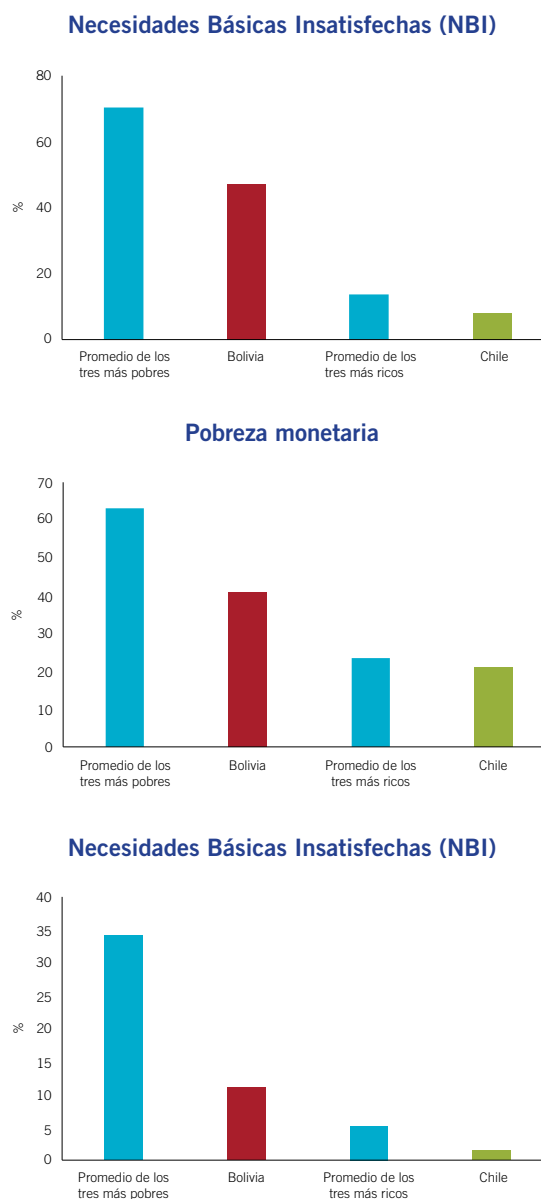
tiva, sobre la reducción de la pobreza multidimensional municipal. El estudio también evalúa el efecto de la descentralización sobre la equidad social, medida ésta por las brechas de pobreza de la población pobre al interior de cada municipio².

La aproximación del estudio es novedosa toda vez que aborda el análisis desde la geografía económica con dos implicaciones: una, que la pobreza es también un fenómeno espacial y que tiende a concentrarse en unas regiones (entendidas como grupos de municipios que comparten una vecindad) más que en otras. En segundo lugar, que la geografía económica tiende a ser endógenamente desigual por los procesos de aglomeración espacial de la actividad económica. El presente artículo resume los hallazgos de esta investigación.

Disparidades sociales en Colombia a nivel regional

La descentralización en Colombia fue concebida en el espíritu de la Constitución de 1991 con el propósito de mejorar el acceso de la población a los servicios sociales, reducir la pobreza e igualar el bienestar social en el territorio nacional (Maldonado, 2011). Sin embargo, la alta dispersión de la pobreza a lo largo y ancho del país persiste dos décadas después. En efecto, mientras el conjunto de departamentos colombianos de mayor prosperidad exhiben indicadores sociales similares a los de Chile, país líder en la región, los indicadores sociales de los departamentos más pobres se acercan a los de Bolivia, el país con el peor desempeño en América Latina después de Haití (Gráfico 1). La magnitud de estas disparidades imprime dudas sobre la capacidad del actual esquema de descentralización de promover la equidad social en Colombia a nivel regional.

Gráfico 1
CONTRASTE DE LOS PRINCIPALES INDICADORES DE DESARROLLO ENTRE LOS DEPARTAMENTOS MÁS RICOS Y POBRES DE COLOMBIA



Fuente: Cepal, Banco Mundial, Dane y cálculos Fedesarrollo.

² La brecha de pobreza es una medida de la intensidad de la pobreza, es decir de la distancia relativa de un hogar pobre para alcanzar el umbral de no pobreza.

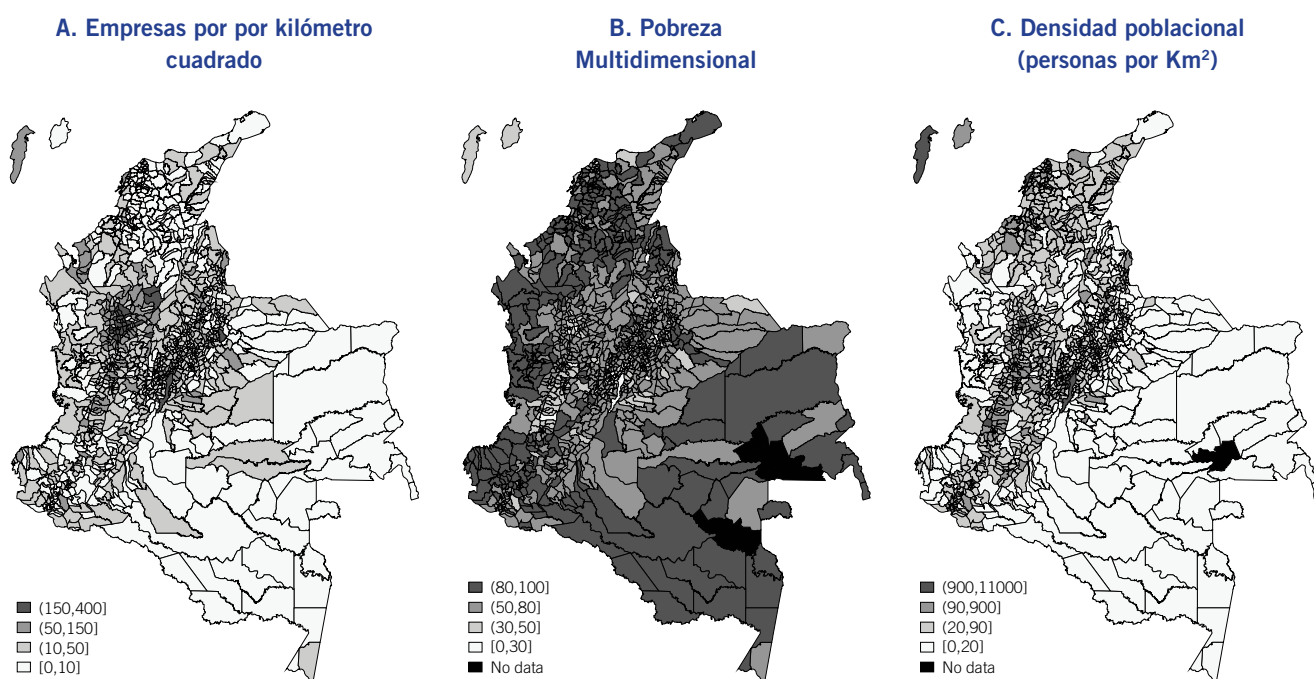
Uno de los principales desafíos de una política pública de igualdad de oportunidades, o de convergencia a mínimos sociales a nivel regional, es que la geografía económica per se es desigual por la naturaleza propia del funcionamiento de los mercados. En efecto, las actividades económicas tienden a concentrarse en algunas áreas geográficas como resultado de las economías de aglomeración, la migración laboral y la especialización (Harvey, 2009). Dichas áreas tienden a ser las de mayor densidad poblacional, mayor productividad, mayor concentración del empleo formal y menores niveles de pobreza. De otro lado, en las áreas con población más dispersa y más alejadas de los centros urbanos la pobreza por ingresos y también la multidimensional tienden a ser mayores porque la distancia y los costos de transporte hacen más difícil la provisión de infraestructura y el acceso a servicios sociales. El Gráfico 2 ilustra estas relaciones para el caso colombiano.

Este análisis sugiere que en términos de pobreza, desde la perspectiva de la geografía económica, la distinción relevante no es la tasa de urbanización municipal (la proporción de la población que vive en la cabecera urbana), sino el grado de ruralidad, el cual contempla tanto la densidad poblacional como la distancia a los centros urbanos. El Gráfico 3 muestra que, en efecto, la pobreza multidimensional guarda una relación más estrecha con el Índice de Ruralidad que con la tasa de urbanización.

La descentralización en Colombia y su impacto sobre la equidad social regional

En la práctica, la descentralización se suele implementar mediante tres esquemas distintos: la desconcentración de las agencias nacionales, que implica cierta autonomía bajo el control y regulación del Gobierno Central; la delegación,

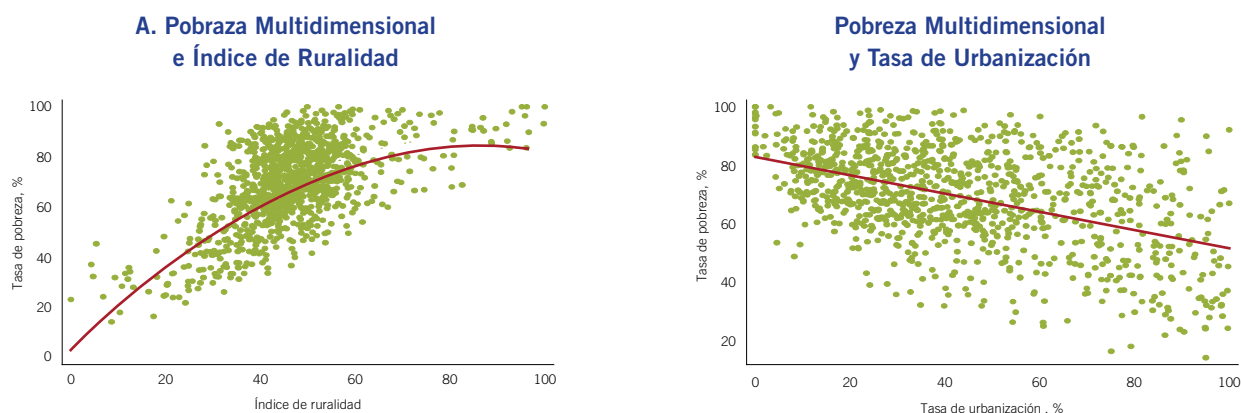
Gráfico 2
DISTRIBUCIÓN ESPACIAL DE LA ACTIVIDAD ECONÓMICA, LA POBREZA Y LA DENSIDAD POBLACIONAL



Fuente: Cálculos de Ramírez *et al* (2014) con datos del Censo de 2005 y PILA.

Gráfico 3

DISPERSIÓN DE LA INCIDENCIA DE LA POBREZA MULTIDIMENSIONAL A TRAVÉS DE LA TASA DE URBANIZACIÓN Y DEL ÍNDICE DE RURALIDAD



Fuente: Cálculos de Ramírez *et al* (2014) con datos del Censo de 2005.

que permite a los gobiernos subnacionales ofrecer algunos servicios sociales bajo la regulación de la administración central; y la devolución, que implica total autonomía para generar recursos y decidir sobre el manejo de los mismos. En Colombia, debido al bajo desarrollo institucional y a las limitaciones en la capacidad de generación de recursos propios de los entes territoriales (ETs), el modelo de descentralización es principalmente de delegación, financiado en su mayor parte con transferencias gubernamentales, las cuales son administradas por el Sistema General de Participaciones. Así, bajo la reglamentación de la Ley 60 de 1993, los recursos transferidos a las entidades territoriales (ETs) tienen como propósito principal la inversión en los servicios de educación, salud, abastecimiento de agua y alcantarillado.

La descentralización del gasto social en Colombia ha avanzado de manera fundamental. En efecto, de acuerdo con las cifras del Gobierno para 2010, cerca del 70% del total de la inversión pública en educación, salud, abastecimiento de agua y alcantarillado, está en cabeza de los entes territoriales (47% bajo responsabilidad de los municipios y

22% de los departamentos). La importancia de la inversión social en cabeza de los municipios sugiere que la correcta evaluación del impacto del modelo de descentralización en Colombia sobre la pobreza y la convergencia regional en términos de garantizar mínimos sociales requiere de un análisis municipal.

En esta dirección, y luego de controlar por endogeneidad y correlación espacial, Ramírez *et. al.* (2014) encuentran que los recursos propios municipales (en términos per cápita) tienen un impacto negativo sobre la pobreza multidimensional tanto en términos de incidencia como de brecha. El estudio también encuentra que las transferencias del SGP para financiar el gasto en educación, salud, acueducto y saneamiento básico están asociadas con reducciones en la brecha o intensidad de la pobreza, aunque no con reducciones en la tasa de incidencia de la pobreza. La descentralización política, medida por la participación electoral en las elecciones locales, también tiene un efecto negativo sobre la brecha o intensidad de la pobreza pero no sobre la tasa de incidencia de la pobreza.

Conclusiones

Los resultados del estudio de Ramírez et. al. (2014) confirman que la pobreza en Colombia tiene una dimensión espacial que debe ser tomada en cuenta para el diseño de políticas públicas. No solamente porque la pobreza tiende a concentrarse en unas regiones más que en otras, sino porque existen efectos de transmisión espacial (spillovers) de la pobreza a nivel municipal. En este sentido, las estrategias de lucha contra la pobreza deben ser complementadas con aproximaciones territoriales que tengan en cuenta la dimensión geográfica y la correlación espacial de la pobreza. Un ejemplo de ello son las estrategias de “microrregiones” y de programas con enfoque territorial que se han utilizado en México y Perú con impactos sus-

tanciales sobre la pobreza rural (González, 2007 y Webb. *et al.*, 2011).

Los resultados del estudio también sugieren la necesidad de reformar el modelo de descentralización en Colombia para lograr un mayor impacto en términos de garantizar mínimos sociales a toda la población. Dicha agenda debe considerar una mayor autonomía de las ciudades para generar sus propios recursos y definir sus prioridades de gasto, así como el fortalecimiento de la capacidad de los gobiernos subnacionales para incrementar sus recursos propios. Con este propósito, es esencial el diseño de un sistema de transferencias que tome en cuenta la capacidad de generar recursos propios de cada municipio y que no desincentive dichos esfuerzos (Bird, 2012)

Referencias

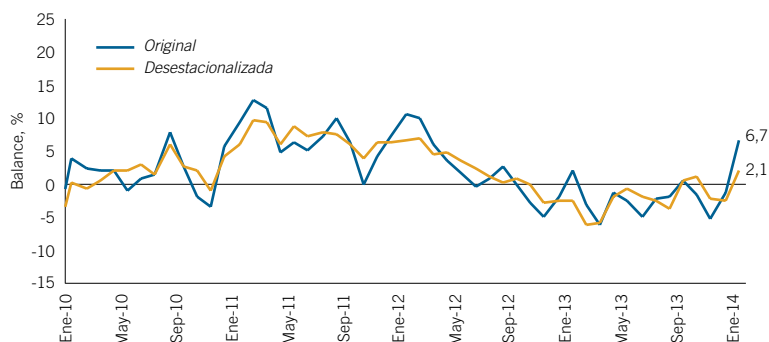
- Ramírez, J. M., Díaz, Y. y Bedoya J. (2013). "Decentralization and Governmental Transfers in Colombia: Searching for Equity in a Bumpy Economic Geography". Mimeo. Bogotá: Fedesarrollo.
- Maldonado, A. (2011). "Descentralización territorial en Colombia: situación y perspectivas de política". Policy papers. Bogotá: Friedrich Ebert Stiftung en Colombia - FESCOL-.
- Harvey, D. (2009). "Reshaping economic geography: the world development report 2009". Development and change, 40, 1269-1277.
- Breton A. (1996). "Competitive governments. An economic theory of politics and public finance". Cambridge University Press, New York.
- Brennan G. and Buchanan J. (1980). "The power to tax. Analytical foundations of a fiscal constitution". Cambridge University Press, Cambridge.
- Bardhan, P. & Mookherjee, D. (2005). Decentralizing Anti-Poverty Program Delivery in Developing Countries. Journal of Public Economics (89), 675-704.
- Oates, W. (1972). "Fiscal Federalism". New York: Harcourt Brace Jovanovich.

Actividad productiva

Gráfico 1. Índice de Confianza Industrial (ICI)

En enero, el índice de confianza industrial (ICI) mantuvo su senda ascendente y se ubicó en el máximo nivel de los últimos 23 meses. Lo anterior se encuentra en línea con las expectativas de recuperación de la actividad manufacturera en 2014.

El aumento en el ICI se debe principalmente a un incremento en las expectativas de producción del sector, componente que se ubicó por encima de los niveles observados para ese mes en los últimos tres años. El optimismo en las proyecciones se fundamenta en buena medida en la reciente depreciación del peso.

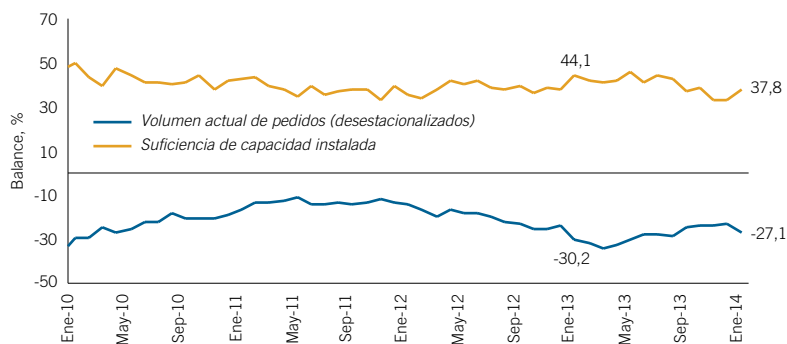


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 2. Volumen de pedidos y suficiencia de capacidad instalada en la industria

En enero del 2014, el balance del volumen de pedidos reportado por los empresarios continuó en terreno negativo. Sin embargo, el dato refleja una mejora respecto al mismo mes en 2013, lo que es indicativo de un fortalecimiento de la demanda a comienzos del año en curso.

La suficiencia de capacidad instalada entre enero de 2013 y enero de 2014 exhibe una caída, lo que resulta consistente con la desacumulación anual de existencias en el mismo periodo. Lo anterior confirmaría el mayor dinamismo relativo de la demanda en el arranque del año.

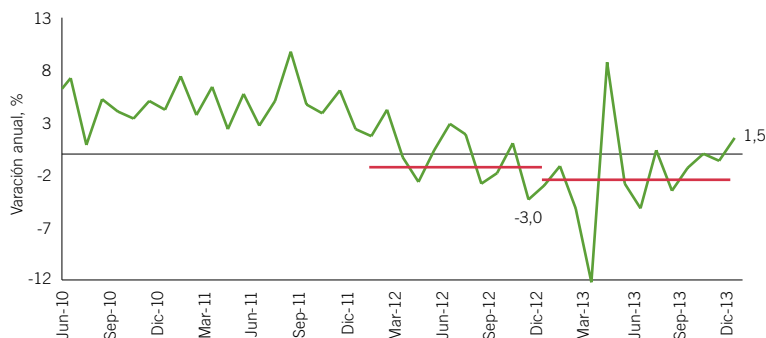


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 3. Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café

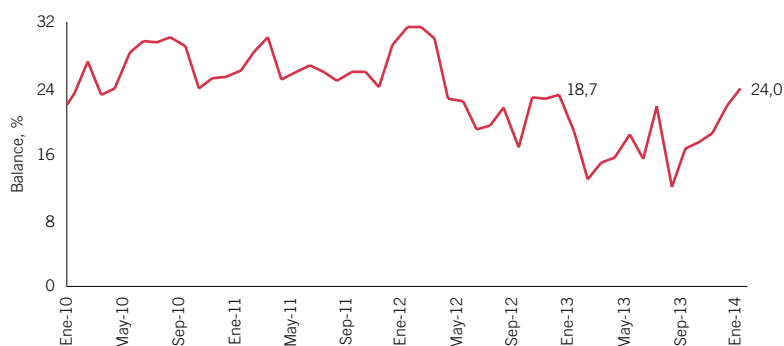
Luego de presentar una caída promedio de 0,2% anual en 2012, la producción industrial de Colombia aceleró su contracción durante el año pasado, registrando un crecimiento negativo de 1,8% anual promedio. Lo anterior sería consistente con una desaceleración del PIB industrial, que pasaría de crecer un -0,5% en 2012 para registrar una caída que podría estar cercana al punto porcentual en 2013.

Pese al mal desempeño de la industria durante el año pasado, en diciembre de 2013 el IPI volvió a registrar crecimientos positivos, lo que parece marcar una nueva tendencia para el año que apenas comienza. El incremento estuvo asociado al alto dinamismo en la producción de azúcar, equipos de comunicaciones y carrocerías para vehículos, cuyos crecimientos oscilaron alrededor del 30% anual.



Fuente: DANE.

Gráfico 4. Índice de Confianza Comercial (ICCO)

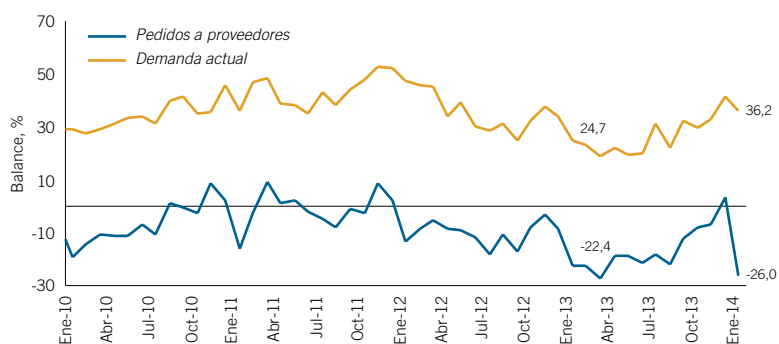


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En enero, el índice de Confianza Comercial (ICCO) mantuvo la tendencia ascendente evidenciada desde el último trimestre de 2013. Con este avance la confianza de los comerciantes se ubicó por encima del nivel expuesto un año atrás, pero por debajo de los índices de 2010 y 2011.

El avance interanual del ICCO en enero se debió a la mejora en la percepción de la situación económica y, en menor medida, de las expectativas sobre los próximos seis meses y los menores niveles de existencias.

Gráfico 5. Evolución de los pedidos y la demanda en el comercio



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

En enero de 2014, el indicador de demanda que perciben los empresarios en el comercio muestra una mejora significativa frente al balance registrado en enero de 2013. Lo anterior coincide con la mejora en el optimismo de los comerciantes respecto a la situación económica actual.

Pese a la mejora en la confianza de los empresarios y a los indicios de recuperación de la demanda, los pedidos a proveedores en el sector comercio registraron una fuerte contracción en enero de 2014.

Cuadro 1. Evolución de las áreas aprobadas para vivienda según licencias de construcción a diciembre

Departamentos y Bogotá	Porcentajes		
	Anual	Doce meses a noviembre	Mensual
Bogotá	-14,5	21,3	-27,9
Cundinamarca	-52,1	11,3	-26,2
Valle	-74,3	-8,3	-12,1
Antioquia	-18,5	-15,4	41,0
Atlántico	966,4	43,0	91,3
Bolívar	-96,5	-5,2	-95,3
Caldas	13,2	44,8	-23,6
Cesar	-21,2	-49,2	130,6
Santander	-65,7	2,0	-37,9
Total	-28,8	12,0	-8,8

Fuente: DANE.

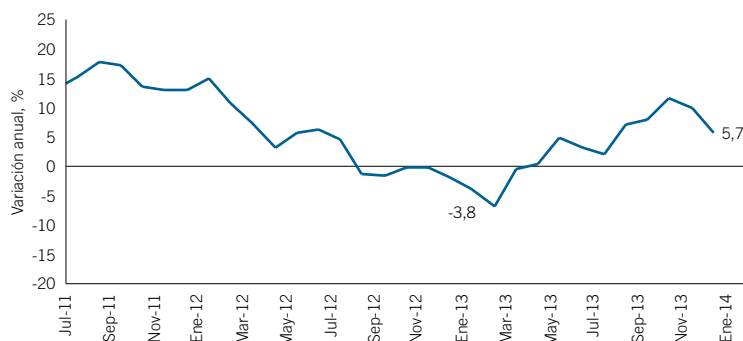
En diciembre se exhibió un significativo retroceso en el área aprobada para la construcción de vivienda (-28,8% anual), en comparación con el último mes de 2012. Esta contracción se debió principalmente a las reducciones registradas en Cundinamarca, Santander, Valle y Bolívar, las cuales fueron superiores al 50%.

Pese a la fuerte contracción de fin de año, en el agregado de 2013 el área total aprobada para la construcción de vivienda fue un 12% superior a la expuesta en el año anterior. La expansión se obró en buena medida debido al cambio en la tendencia en Bogotá, que pasó de contraerse 33,7% en 2012 a incrementar su área para la vivienda en 21,3% en 2013.

Después de la fuerte recuperación que se evidenció desde el segundo trimestre del 2013, los despachos de cemento gris en diciembre del año pasado y enero del año en curso registraron una leve desaceleración. Aun así, se observa un crecimiento interanual positivo para el trimestre móvil noviembre-enero que contrasta con la caída de 3,8% en el mismo periodo un año atrás.

La menor expansión de los despachos de cemento en enero estuvo dada por el menor dinamismo del canal de distribución masivo, que se contrajo 4,9% anual. El canal de distribución de mayor aporte al crecimiento fue el de constructores y contratistas, cuyo incremento superó el 15% anual.

|| Gráfico 6. Evolución del despacho de Cemento Gris*

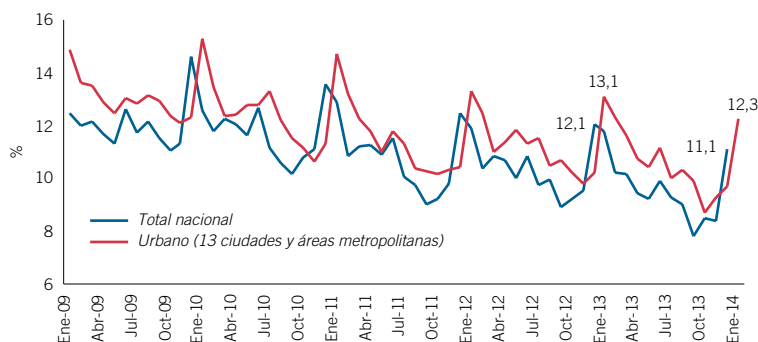


* Promedio móvil tres meses.
Fuente: DANE.

En enero continuó la disminución interanual de la tasa de desempleo nacional y urbano, las cuales se ubicaron en 11,1% y 12,3%, respectivamente. Ahora bien, la reducción en la tasa nacional (1 pp) fue superior a la registrada en la tasa urbana (0,8 pps).

Con respecto al primer mes de 2012, la brecha entre la tasa de desempleo nacional y urbano se amplió en 0,2 pps en enero de 2013. De esta forma la reducción del desempleo ha estado impulsada especialmente por fuera de las 13 principales ciudades del país.

|| Gráfico 7. Evolución del desempleo

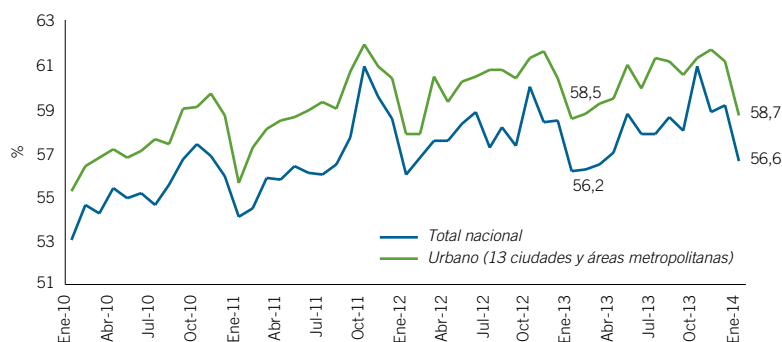


Fuente: DANE.

Como es habitual en el primer mes del año, las tasas de ocupación disminuyeron. No obstante, los niveles de ocupación nacional (58,7%) y urbano (56,6%) registrados en enero de 2014 son los más altos para dicho mes desde que se tienen registros mensuales.

En comparación con enero de 2012, la brecha entre la ocupación nacional y la urbana se redujo de 2,33 pps a 2,1 pps. La mayor convergencia se debe a que el mercado laboral en las zonas rurales y en los cascos urbanos distintos a las 13 principales ciudades ha absorbido una mayor proporción de la población en edad de trabajar.

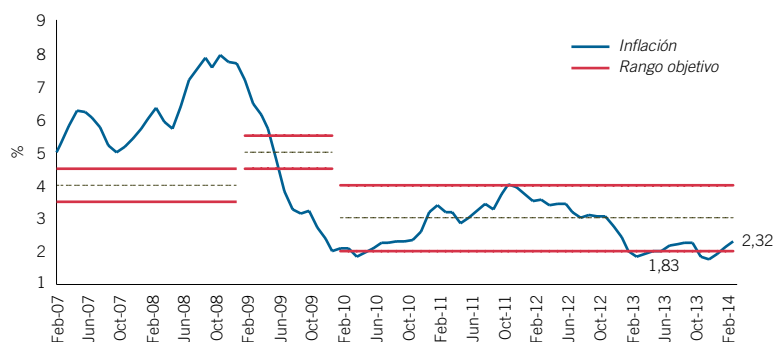
|| Gráfico 8. Evolución de la tasa de ocupación



Fuente: DANE.

Sector financiero y variables monetarias

■ **Gráfico 9.** Inflación anual y rango objetivo del Banco de la República

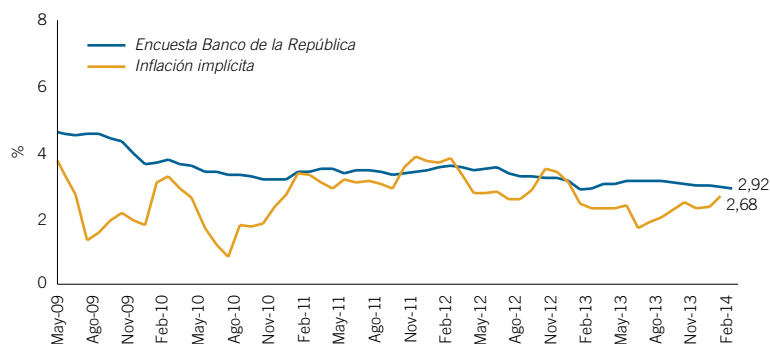


Fuente: DANE y Banco de la República.

La inflación mantuvo su tendencia alcista en el segundo mes de 2014, en línea con las expectativas de los analistas que indican un repunte en el nivel de precios durante el primer semestre del año en curso. Así, la inflación anual se ubicó en 2,3% en febrero, el máximo nivel desde diciembre de 2012.

El mayor dinamismo de la actividad económica y la depreciación de la tasa de cambio dan cuenta de la aceleración de la inflación en los primeros meses de 2014.

■ **Gráfico 10.** Expectativas de inflación*



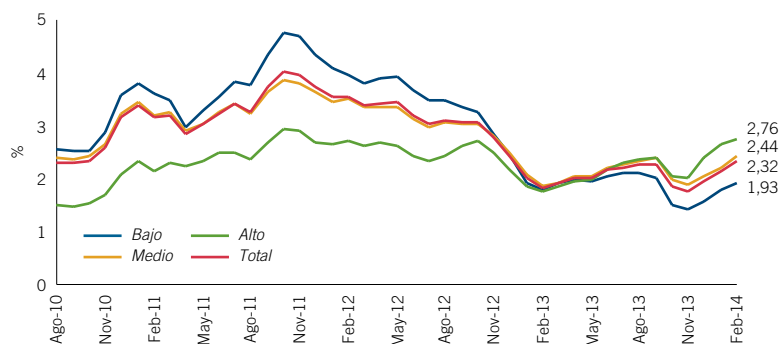
* 12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

Las expectativas de inflación implícitas en la diferencia entre las tasas de rendimiento de los TES a tasa fija y aquellas en UVR mostraron volatilidad a mediados del año pasado, a raíz del cambio en las perspectivas de la posición de la política monetaria en EE.UU. En el período más reciente se observa una convergencia hacia el punto medio del rango meta de inflación establecido por el Banco de la República (3%).

Durante los últimos tres años, las expectativas de inflación a doce meses vista de los analistas encuestados por el Banco de la República han oscilado entre 2,9 y 3,8%, lo que da cuenta de la alta credibilidad con que cuenta la autoridad monetaria en el país.

■ **Gráfico 11.** Inflación por nivel de ingresos



Fuente: DANE.

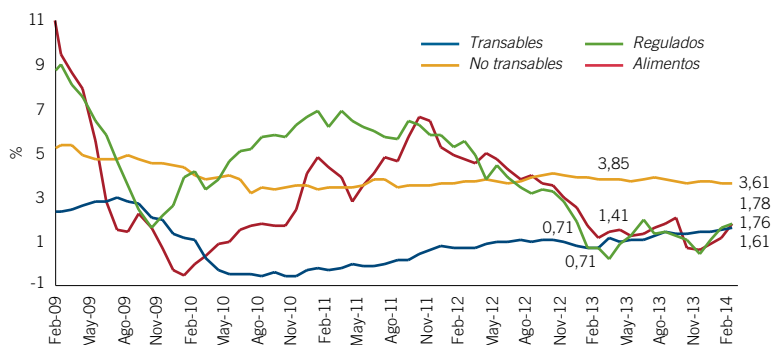
El análisis de la inflación por nivel de ingreso revela un menor ritmo de crecimiento en los precios de las canastas de consumo de ingresos medio y bajo.

Por su parte, la inflación de la canasta de consumo de mayor ingreso ha presentado presiones alcistas durante los últimos tres meses, probablemente asociadas a la depreciación del peso.

En los últimos meses, la inflación de alimentos y regulados se aceleró fuertemente desde niveles cercanos a 0,5% en noviembre del año pasado hasta 1,8% en febrero del año en curso. Sin embargo, el incremento en los precios de estos dos componentes, al igual que en los bienes transables, continúa por debajo de la inflación total (2,3%), que viene liderada por el componente de no transables.

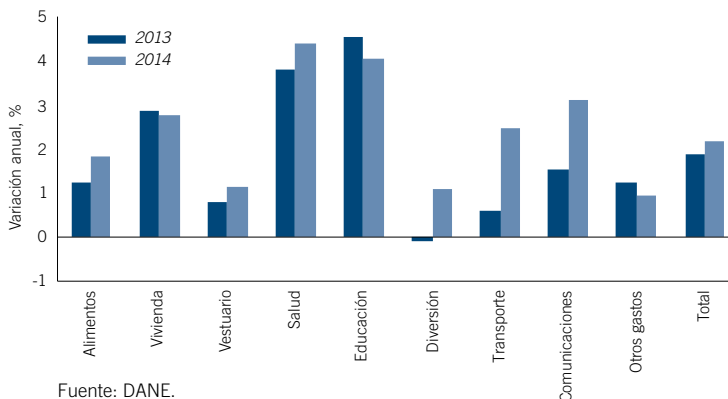
La brecha entre la inflación de transables y no transables se ha reducido desde 31 pbs en febrero de 2013 hasta 20 pbs un año más tarde. Lo anterior se explica en gran medida por el incremento gradual en la cotización del dólar.

Gráfico 12. Inflación por componentes



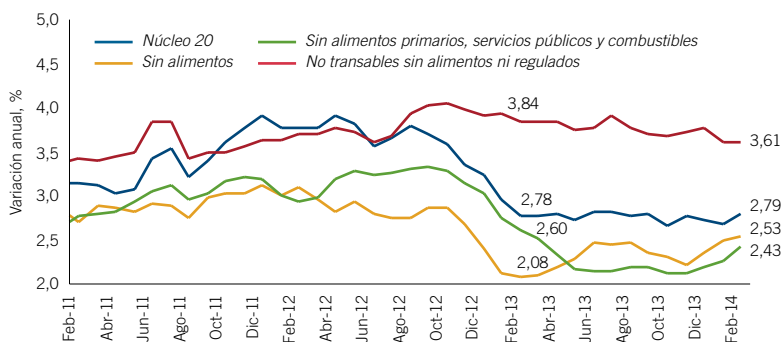
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 13. Inflación por tipo de gasto anual con corte a febrero



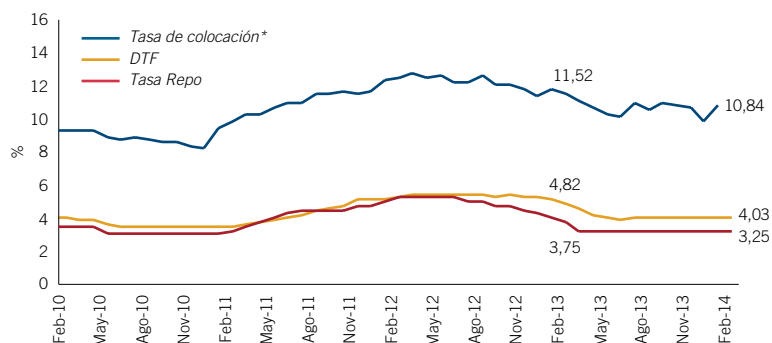
Fuente: DANE.

Gráfico 14. Evolución de las medidas de inflación básica



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 15. Tasas de interés

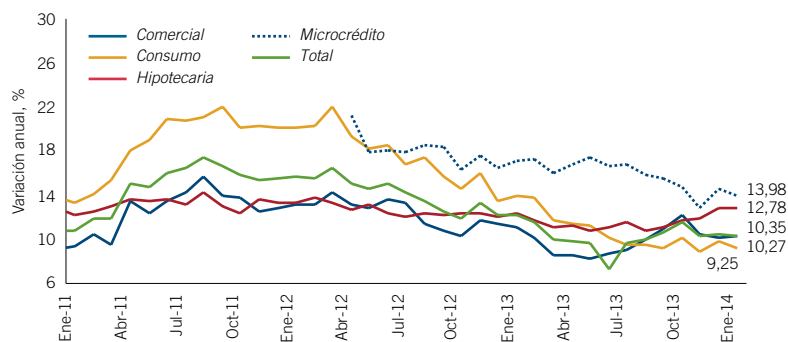


* La tasa de colocación total incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.
Fuente: Banco de la República.

Once meses después de que el Banco de la República interviniera la tasa repo por última vez, las tasas de interés de la economía se han mantenido relativamente estables.

Tanto las tasas promedio de colocación como las tasas de captación (DTF) se ubican por debajo de las observadas un año atrás, en 0,7 y 0,8 pps respectivamente.

Gráfico 16. Evolución de la cartera real por tipo



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

El ritmo de crecimiento de la cartera de crédito real se ha estabilizado en torno al 10,5%.

Durante los últimos nueve meses se observa una recomposición de la cartera de crédito, caracterizada por un fuerte crecimiento en los préstamos hipotecarios (12,8%) y comerciales (10,3%), acompañada de un menor dinamismo en el rubro de consumo (9,2%).

Gráfico 17. Evolución de la cartera de crédito vencida



* Calidad medida como la proporción de la cartera vencida sobre la total.
Fuente: Superintendencia Financiera.

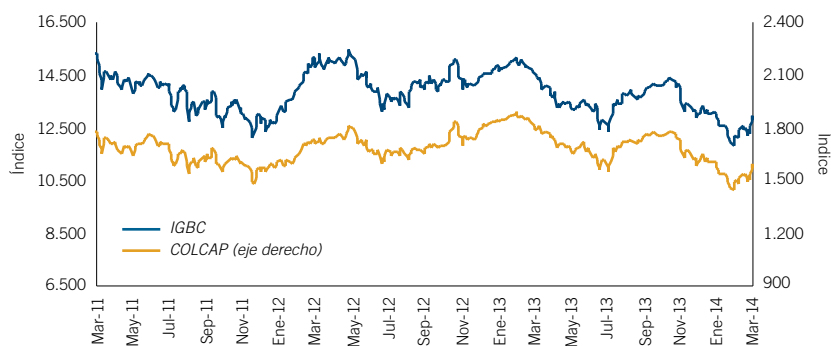
En diciembre de 2013 la calidad de la cartera mejoró significativamente. En efecto, la proporción de la cartera vencida sobre la total se redujo en 22 pbs, retornando a niveles inferiores al 3% y ubicándose en el mínimo desde enero de 2012.

Por tipos de crédito, la mejora en la calidad de la cartera estuvo impulsada por los créditos de consumo, cuyo porcentaje de cartera vencida sobre la total se redujo de 4,9% a 4,4% entre noviembre y diciembre del año pasado.

En línea con el comportamiento de los indicadores bursátiles de los países emergentes, los índices de bolsa locales exhibieron una ligera recuperación en febrero, luego de la caída observada desde el tercer trimestre de 2013. En efecto, el COLCAP y el IGBC crecieron alrededor del 8,5% entre la primera semana de febrero y la segunda de marzo del año en curso.

El ligero repunte de la acción de Ecopetrol y el importante ascenso de la acción de Bancolombia, han jalonado la recuperación de los índices bursátiles.

II Gráfico 18. Evolución IGBC y COLCAP

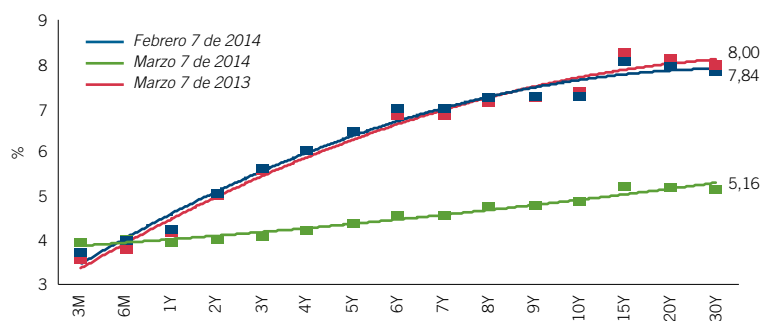


Fuente: Bancolombia.

En medio de la pérdida de confianza en la recuperación de EE.UU. y las crecientes tensiones derivadas del inminente conflicto en Crimea, el mercado de TES presentó una alta volatilidad en febrero, que se vio reflejada en un comportamiento mixto. Mientras que los títulos de corto plazo experimentaron valorizaciones, los bonos de más largo plazo se desvalorizaron.

Las tasas de rendimiento de los títulos cuyo vencimiento es superior a 10 años presentaron un incremento promedio de 17 pbs, resaltándose la pérdida de valor de los bonos que vencen de 2029 en adelante. En contraste, la tasa de los TES a 3 meses, 6 meses y un año se redujeron en promedio 13 pbs.

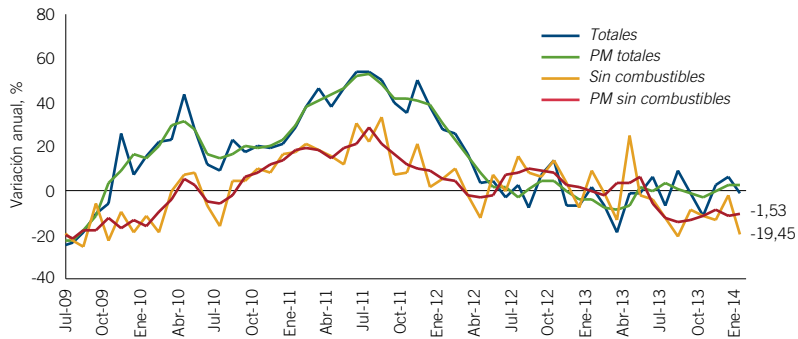
II Gráfico 19. Curva de rendimientos TES para Colombia



Fuente: Bloomberg.

Sector externo

■ Gráfico 20. Evolución de las exportaciones*

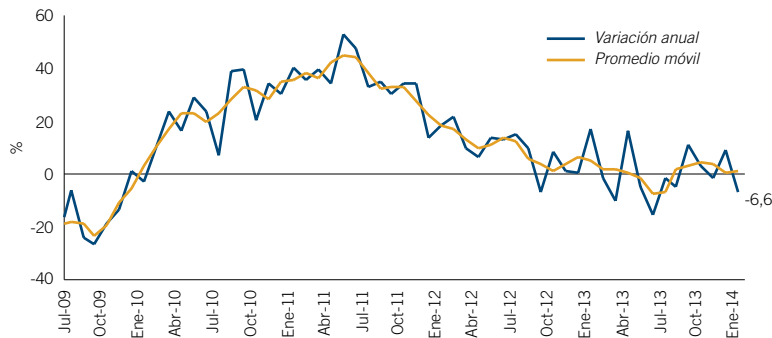


* Variación anual de las exportaciones totales y sin combustibles en niveles y promedios móviles a tres meses.
Fuente: DANE.

En enero, las exportaciones exhibieron una caída de 1,5% anual, opacando la recuperación del último trimestre de 2013. El mal comportamiento de las ventas externas obedeció a la preocupante contracción de las exportaciones no tradicionales y a la desaceleración de las exportaciones de combustibles.

Pese a la depreciación evidenciada desde junio de 2013, las exportaciones sin combustibles se han reducido de manera sostenida durante los últimos nueve meses y, en enero, revelaron la segunda contracción más fuerte desde octubre de 2009. Puntualmente, resalta el crecimiento negativo de las ventas industriales y, en particular, de productos químicos (-10,4%) y metalúrgicos (-48,5%), que en conjunto generaron una contribución negativa de 5 pps.

■ Gráfico 21. Evolución de las importaciones

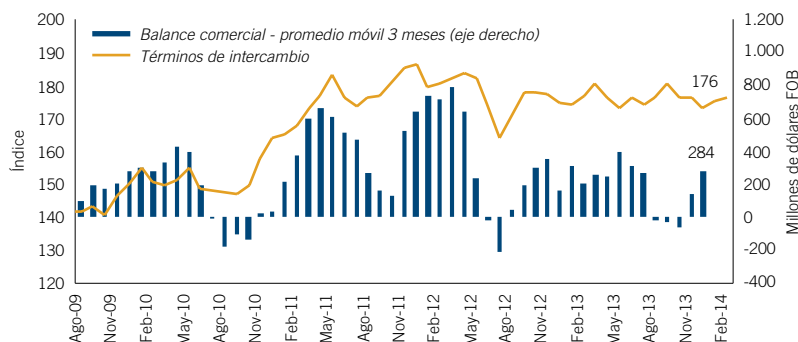


Fuente: DANE.

Las compras externas del país se vieron reducidas en 6,6% anual en enero de 2014. Esto obedeció principalmente a la disminución en las importaciones de equipo de transporte (-74,4% anual) y a las compras de cereales (-38,7%), que en conjunto contribuyeron negativamente con 6,8 pps a la variación total.

Por país de destino, la caída en las importaciones se explica principalmente por la reducción en las compras a la ALADI y Francia, que disminuyeron respectivamente 19,3% y 3,1%.

■ Gráfico 22. Evolución de la balanza comercial y términos de intercambio (base 100 = 1994)



Fuente: Banco de la República y DANE.

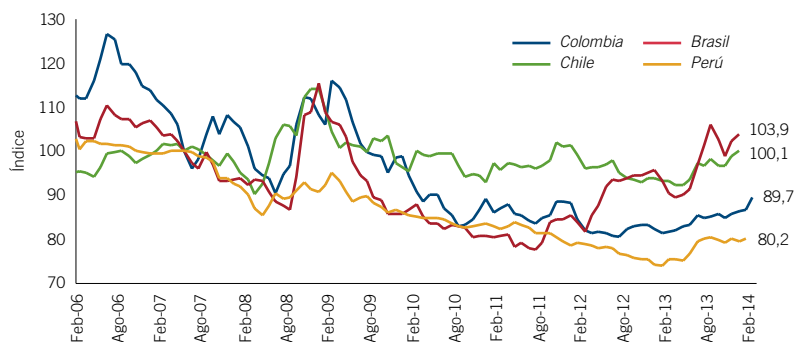
En febrero de 2013, el poder de compra de las exportaciones colombianas mantuvo su comportamiento ascendente. Sin embargo, el indicador de términos de intercambio aún se encuentra por debajo del valor promedio registrado en los últimos doce meses.

En medio de la caída de las compras externas y, en menor medida, de las exportaciones, la balanza comercial registró un superávit de USD157 millones en enero de 2014, lo que conllevó a un superávit promedio de USD284 millones para el trimestre noviembre-enero.

La tendencia alcista de la tasa de cambio real se acentuó en febrero de 2014, presentando una depreciación mensual de 3,2%, la máxima desde octubre de 2011.

En los últimos tres años, Brasil pasó de ser el país con la moneda más apreciada del continente, a tener la depreciación más pronunciada para febrero de 2014, factor que se encuentra asociado a las expectativas de contracción económica del gigante suramericano.

■ Gráfico 23. Tipo de cambio real de Colombia, Chile y Brasil (base mayo de 2007 = 100)



Fuente: Banco de la República, Banco Central de Chile y Brasil.

En febrero, la tasa de cambio se ubicó sistemáticamente por encima de 2 mil pesos, promediando una cotización de 2.038 pesos por dólar, la máxima desde julio de 2009. De esa forma, en lo corrido del año, el peso colombiano presenta una desvalorización del orden del 12%.

La tasa de cambio presentó una significativa reducción en la volatilidad en febrero. Este fenómeno estuvo asociado al cambio en el tono de las minutas de la FED de enero, en el que se abrió la puerta a la posibilidad de hacer una pausa en el ritmo de desmonte del programa de bonos del Tesoro.

■ Gráfico 24. Comportamiento del tipo de cambio peso/dólar



Fuente: Banco de la República.

CALENDARIO ECONÓMICO

Marzo 2014*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
10	11	12	13	14
	Encuesta de opinión del Consumidor de Fedesarrollo - ICC*	Importaciones		Tendencia Económica Fedesarrollo Empleo 4T U.E.
17	18	19	20	21
Muestra Mensual Manufacturera (MMM)	IPC EE.UU.	Encuesta Nacional de Calidad de Vida		
24	25	26	27	28
Encuesta de opinión empresarial de Fedesarrollo (ICI-ICCO)*	Confianza del Consumidor EE.UU.	Licencias de construcción		Reunión de la JDBR Encuestas consumidor e Industrial Zona Euro
31	1	2	3	4
Mercado Laboral	Exportaciones	Producto Interno Bruto anual		IPP Empleo

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

Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2013-2014



Incluye:

- ☐ Cuatro ediciones al año
- ☐ Servicio de acompañamiento macroeconómico a suscriptores
- ☐ Envío mensual del informe macroeconómico
- ☐ Asesoría permanente
- ☐ Aviso de pauta publicitaria

Informes Oficina Comercial

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 34013651332

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

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia