

# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

# 151

Enero 2015



**Editorial: Los retos de la política monetaria en 2015**

**Actualidad: Perspectivas Macroeconómicas para 2015**

**Coyuntura Macroeconómica**

# TENDENCIA ECONÓMICA

## EDITORES

Leonardo Villar  
Director Ejecutivo

Natalia Salazar  
Sub Directora

José Vicente Romero  
Director de Análisis Macroeconómico  
y Sectorial

## OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 325 97 77  
Ext.: 340 | 365 | 332  
[comercial@fedesarrollo.org.co](mailto:comercial@fedesarrollo.org.co)

## DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano  
Formas Finales Ltda.  
[mconsuelolozano@hotmail.com](mailto: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 Los retos de la política monetaria en 2015
- 2** ACTUALIDAD  
Pág. 8 Perspectivas Macroeconómicas para 2015
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA  
Pág. 14

Tendencia Económica se hace  
posible gracias al apoyo de:



## Los retos de la política monetaria en 2015\*

La evolución reciente de los precios del petróleo ha generado un amplio debate sobre las repercusiones negativas que dicho evento tendría en términos de crecimiento económico, así como en los balances externo y fiscal de la economía colombiana. En este difícil contexto, una inquietud adicional se centra en la posibilidad efectiva que tenga la política monetaria de ser contracíclica en el actual episodio de desaceleración. Algunos analistas han señalado la conveniencia de una postura monetaria más laxa que ayude a contrarrestar la pérdida de dinamismo de la economía. De hecho, de acuerdo a los resultados de la encuesta de Opinión Financiera (EOF) realizada entre la BVC y Fedesarrollo en el mes de febrero, la proporción de analistas que pronosticaba una disminución en la tasa REPO, tanto en los próximos seis (6) como doce (12) meses, había crecido significativamente<sup>1</sup>. Una situación similar se aprecia en la última encuesta mensual realizada por parte del Banco de la República, la cual indica que los analistas esperan, en promedio, al menos una reducción de 25 puntos básicos (pbs) en la segunda mitad del año.

Por otra parte, el aumento en el ritmo de crecimiento de los precios que ha tenido lugar en los últimos meses, llevando a tasas de inflación por encima del rango meta establecido por el Banco de la República, pone en cuestión la conveniencia de un relajamiento en la política monetaria y de un ajuste a la baja en las tasas de interés. De manera particular, el fuerte aumento en el ritmo de crecimiento del IPC en febrero, que llevó la tasa de inflación anual a 4,38%, genera grandes inquietudes al respecto.

Ciertamente, el aumento en la inflación observada ha sido inducido fundamentalmente por fenómenos sectoriales tales como el impacto del clima sobre la oferta de algunos alimentos y la incomprensible política gubernamental de restricción de importaciones agropecuarias, que en el caso particular del arroz ha generado aumentos de más de 30%

---

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

<sup>1</sup> En particular, en la EOF de febrero, el 50% de los encuestados alrededor de la mediana ubicó la tasa de intervención entre 4,25% y 4,5% para dentro de seis meses. Asimismo, en un horizonte de un año, las expectativas se concentran en el rango de 4,0% a 4,5%, con 4,0% como respuesta mediana.

en el precio del producto que mayor participación tiene en el consumo de las familias de bajos ingresos en el país. Es de esperar que estos fenómenos sectoriales y las malas políticas de proteccionismo agropecuario sean temporales y próximamente se observen reducciones en el ritmo de aumento de precios de los alimentos. Aun así, las presiones al alza de la inflación podrían perdurar en algún grado como consecuencia del impacto de la fuerte depreciación del peso sobre los precios de los bienes transables.

Lo que se vuelve fundamental en este contexto es la capacidad del Banco de la República de mantener la credibilidad en su compromiso con el cumplimiento de las metas de inflación. Afortunadamente, los indicadores disponibles hasta febrero sugieren que dicha credibilidad se mantiene incólume y que, pese al aumento en la inflación observada, los agentes económicos esperan en general que el ritmo de crecimiento de los precios retorne antes de terminar el presente año a un rango de 3 a 3,5% anual, consistente con el rango meta del Banco de la República. La capacidad del Banco de actuar en forma contracíclica ante la pérdida de dinamismo de la economía dependerá de forma crítica de que esa credibilidad en las metas de inflación se mantenga y el fuerte aumento que ha tenido lugar en la tasa de cambio no se convierta en fuente adicional de expectativas de inflación al alza.

### **La Regla de Taylor y la política monetaria**

Una forma de resumir la función de reacción de un Banco Central que opera bajo una estrategia de política de “Inflación Objetivo” puede hacerse de manera simplificada a través de la llamada Regla de Taylor. Dicha regla establece que la autoridad monetaria reacciona, por un lado, ante la brecha de inflación (la diferencia entre la inflación esperada y la meta fijada) y, por el otro, ante la brecha del producto (es decir, la diferencia entre el PIB

observado y el PIB potencial). Si la inflación esperada es menor a la meta y/o la brecha del producto es negativa, la autoridad monetaria puede dar un estímulo monetario reduciendo el costo del dinero, es decir disminuyendo la tasa de intervención. Por su parte, si la brecha del producto es positiva o si la inflación esperada se encuentra por encima de la meta, la regla de Taylor señala que la autoridad monetaria debe incrementarla.

Bajo esta simplificación extrema de los elementos que llevan a definir el rumbo de la política monetaria, vale la pena analizar la coyuntura actual, tanto en materia de inflación esperada como de brecha del producto.

### **Expectativas de inflación**

La Junta Directiva del Banco de la República tiene el mandato constitucional de mantener una inflación baja y estable, en coordinación con la política económica general. Dentro de este contexto, gran parte de la capacidad del Banco Central de poder ejecutar una política monetaria contracíclica consiste en que las expectativas se encuentren “ancladas”, y que los choques transitorios provenientes de los precios de los alimentos y la tasa de cambio en la inflación no se trasladen a las expectativas.

Recientemente, las expectativas de inflación de los encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses se han mantenido dentro del rango meta, ubicándose en enero de 2015 20 pbs por encima del punto medio de dicho rango. De otro lado, de acuerdo con el propio Banco, las estimaciones obtenidas a partir de la curva de rendimiento de los TES a diferentes plazos indican que las expectativas de inflación implícitas de los inversionistas muestran incrementos en el horizonte de dos, tres y cinco años, pasando de 2,8% en octubre de 2014 a más de 3,7% hacia finales de enero de 2015. Sin

embargo, dichas expectativas de mediano plazo también se mantienen dentro del rango meta establecido por el Banco de la República.

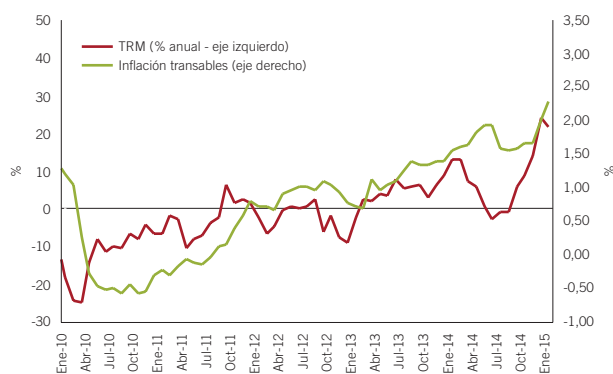
El hecho de que las expectativas de inflación se hayan mantenido dentro del rango meta del banco central y mucho más estables que la inflación observada muestra que los agentes económicos perciben el aumento en esta última como algo temporal, que tendería a revertirse en los próximos meses, una vez se diluyan los problemas de abastecimiento de alimentos y otros problemas sectoriales específicos que han tenido lugar recientemente.

Persiste sin embargo la inquietud sobre el comportamiento de la inflación de transables (es decir, aquella que es afectada por la tasa de cambio) y sobre la magnitud de su traslado (*pass-through*) a los indicadores más amplios de inflación. De hecho, de acuerdo con las proyecciones de analistas y del Banco de la República, las presiones alcistas más importantes sobre la inflación en 2015 y 2016 provendrán de la depreciación acumulada del peso. Los estudios del Banco de la República han encontrado un coeficiente de transmisión bajo sobre la inflación total, que está alrededor del 5%<sup>2</sup>. Este bajo coeficiente, sin embargo, podría aumentar de manera considerable en un contexto en el que se perdiera la credibilidad en la estrategia de política de inflación objetivo del Banco de la República, algo que podría verse estimulado ante una depreciación muy superior a la que ya ha tenido lugar en la tasa de cambio del peso frente al dólar.

Al respecto, cabe resaltar que la flotación cambiaria es un mecanismo de estabilización que minimiza los impactos de eventos como la caída en los ingresos petroleros, tanto

sobre las cuentas externas del país como sobre las cuentas fiscales, y la posibilidades de crecimiento del PIB por el estímulo que reciben los sectores transables diferentes al petróleo con una tasa de cambio más alta. La efectividad de esos efectos compensatorios de la flotación cambiaria y la capacidad del Banco de la República de facilitar su ocurrencia estarán siempre limitados, sin embargo, por el grado en que ello sea consistente con el cumplimiento a mediano plazo de la metas de inflación.

Gráfico 1  
DEVALUACIÓN E INFLACIÓN DE TRANSABLES



Fuente: Banco de la República.

### Brecha del Producto

Tal como lo indica de manera simplificada la Regla de Taylor, el otro propósito fundamental de la política monetaria bajo una estrategia de inflación objetivo es alcanzar un nivel de producto coherente con la capacidad potencial de la economía.

El difícil panorama externo, y el choque negativo en los precios internacionales del petróleo, han llevado a que las proyecciones de crecimiento colombiano para 2015

<sup>2</sup> Valga destacar que un 10% de la depreciación lleva, todo lo demás constante, a un aumento de la inflación anual de 50 pbs en el mediano plazo.

hayan sido revisadas por parte del gobierno, el Banco Central y los analistas de mercado. Tras estar por encima de 4,5%, recientemente, el Banco de la República (Reporte de Inflación diciembre 2014) redujo su proyección de crecimiento para 2015 a 3,6%, Fedesarrollo lo hizo a una cifra ligeramente más baja (3,5%) y el consenso de mercado reflejado en la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) ubica esa cifra alrededor de 3,8%.

Aunque existe un consenso sobre un menor dinamismo de la economía colombiana durante 2015, es importante señalar que las diferencias son mayores en cuanto a la percepción sobre la naturaleza de la desaceleración y el grado en que pudiera ser evitada o mitigada mediante políticas expansivas de la demanda agregada, tales como una eventual reducción en las tasas de interés de política monetaria. Las diferencias residen en el grado en que la desaceleración que está teniendo lugar es entendida como una ampliación en la brecha entre el PIB observado y el PIB potencial y en que, por tanto, se percibe que podría ser evitada mediante un impulso a la demanda agregada. La interpretación alternativa, con la cual se identifica este editorial, es que se trata más bien de una desaceleración, probablemente temporal, en el crecimiento del PIB potencial. La razón principal para apostar por esta interpretación es que el deterioro en el balance externo previsto para 2015 haría imposible crecer más rápidamente sin generar desequilibrios crecientes e insostenibles en la economía colombiana. Presumiblemente, si se hacen los ajustes fiscales requeridos y la tasa de cambio ayuda para que el balance externo empiece un proceso de convergencia hacia el equilibrio en 2016, la economía podría retomar ritmos de crecimiento superiores al 4% hacia el año 2017 en una forma sana y sostenible.

En efecto, una de las principales preocupaciones que han surgido ante la caída de los precios del petróleo es el

impacto que tendrá sobre las cuentas externas, impacto que sólo se mitiga de manera parcial mediante la depreciación en el tipo de cambio y el consiguiente estímulo que reciben otros sectores transables de la economía diferentes al petrolero. Como se muestra en el artículo de actualidad de esta misma edición de *Tendencia Económica*, las proyecciones de Fedesarrollo sugieren que incluso en un escenario con depreciación del peso de más de 22% y con caída de más de 5% en el valor en dólares de las importaciones colombianas, el deterioro en los ingresos provenientes del petróleo podría llevar el déficit de cuenta corriente a 6% del PIB en 2015. Este nivel de déficit implica necesidades de financiamiento externo cercanas a 20 mil millones de dólares en un contexto en que la propia crisis del sector petrolero y minero implicará notorias reducciones en el influjo de inversión extranjera directa. En estas condiciones, tratar de impulsar un crecimiento de la economía mayor al 3,5%-3,8% mediante políticas de expansión de la demanda podría generar desequilibrios mayores y eventuales problemas de financiamiento de la balanza de pagos.

Desde este punto de vista, puede interpretarse que el crecimiento potencial del PIB en el año 2015 se ubica cerca del crecimiento que efectivamente se observaría de acuerdo con las proyecciones de Fedesarrollo, esto es, de alrededor del 3,5%. Probablemente en 2016 se repetiría una situación similar, antes de dar paso a una recuperación del crecimiento potencial hacia los ritmos tradicionales de más de 4% hacia los años 2017 y 2018.

### En síntesis

Las menores perspectivas de crecimiento de la economía colombiana han llevado a que algunos analistas de mercado señalen la posibilidad de disminuciones en la tasa de intervención por parte del Emisor. No obstante,

es importante reconocer que existe una amplia gama de elementos, los cuales deberán ser tenidos en cuenta por parte del banco central con el fin de determinar la senda de la tasa de interés de política monetaria. Dentro de dichos elementos es importante resaltar la dinámica de la brecha del producto, el comportamiento de las expectativas de inflación, el traspaso de la devaluación hacia la inflación, y la evolución de las cuentas externas.

En un ambiente de gran incertidumbre sobre el comportamiento de muchas variables internacionales y ante todo sobre el futuro de los mercados petroleros, el escenario base contemplado en las proyecciones de Fedesarrollo plantea un dilema complejo para la política monetaria. Por un lado, la pérdida de dinamismo del PIB haría deseable llevar a cabo una política monetaria más expansiva y estimular la demanda agregada y el crecimiento económico. Por otro lado, sin embargo, esa política podría conducir a exacerbar los grandes desequilibrios en el balance externo generados precisamente por la caída en las rentas petroleras. En este contexto, en nuestro escenario base parece razonable plantear que la respuesta óptima de política del Banco del Banco de la República será mantener por un tiempo considerable su tasa de interés en 4,50%, al menos

mientras se despeja la incertidumbre sobre los elementos críticos del panorama.

La evaluación de la política monetaria por medio de la Regla de Taylor permite resumir la función de reacción de un Banco Central y entender la evolución de esta perspectiva por parte de los analistas. No obstante, una aplicación mecánica de la regla de Taylor en la cual se interpretara el crecimiento potencial de la economía como algo que no se altera con choques como el que se enfrentó con la caída en los precios del petróleo podría llevar a políticas equivocadas. Específicamente, reducir las tasas de interés y promover una expansión de la demanda agregada en las circunstancias actuales podría generar mayores desequilibrios en la cuenta corriente externa y hacer más difícil el ya complejo reto de financiarla de una manera sana y que no sacrifique la buena percepción que hoy existe sobre la economía colombiana en los mercados financieros internacionales. Ello mismo podría generar presiones adicionales hacia una depreciación del peso que, si se llevan más allá de un punto razonable, pueden ocasionar dificultades con la inflación y con la credibilidad que con tanto esfuerzo ha logrado construir el Banco de la República durante los últimos quince años mediante su estrategia de inflación objetivo.

## Perspectivas Macroeconómicas para 2015\*<sup>1</sup>

De acuerdo con las proyecciones de los analistas macroeconómicos internacionales y las principales entidades multilaterales, el crecimiento económico mundial en el 2015 se caracterizará por una dinámica moderada, con recuperación en los Estados Unidos y en menor grado en los otros países avanzados, pero con una notable desaceleración en las economías emergentes. Dicho comportamiento estará determinado por la evolución de los precios de las materias primas, particularmente del petróleo, así como por la normalización de la política monetaria en Estados Unidos. Si bien la mayoría de analistas coinciden en esperar una ligera recuperación de la economía global para el cierre de este año<sup>2</sup>, existe una gran variedad de factores que podrían generar ajustes importantes sobre estos pronósticos.

En los mercados desarrollados, la economía estadounidense se perfila con una sostenida recuperación para todo lo corrido de 2015, en un entorno de altos niveles de confianza de los consumidores que podría reforzarse tras el declive en los precios del petróleo. No obstante, tanto el fortalecimiento del dólar como la debilidad económica del resto del mundo son riesgos latentes para el buen desempeño de esta economía. En las demás economías desarrolladas, por su parte, se prevé un panorama menos alentador. En la zona Euro, en particular, la perspectiva es de crecimiento bajo, aunque considerablemente mayor al de los últimos tres años. Las presiones deflacionarias en varias de sus economías se han fortalecido ante la caída en los precios del petróleo, lo cual ha facilitado la adopción de medidas de estímulo monetario por parte del Banco Central Europeo (BCE). De hecho, a partir de marzo de 2015 se inicia un programa de expansión cuantitativa aún más fuerte, en términos relativos al tamaño de la economía, al que adelantó el Banco de la Reserva Federal de los Estados Unidos en los últimos años. Ese programa implicará la compra con emisión de activos públicos y privados por

---

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

<sup>1</sup> Un análisis detallado del balance de riesgos, escenarios macroeconómicos y pronósticos detallados de mediano plazo se encuentra en Prospectiva Económica, Febrero 2015 (Fedesarrollo).

<sup>2</sup> De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional el crecimiento global pasaría de 3,3% en 2014 a 3,5% en 2015. Los analistas consultados por Consensus Forecast esperan una situación similar con el promedio de crecimiento pasando de 3,2% a 3,4% en igual periodo.



un valor de 60.000 millones de euros mensuales durante al menos 18 meses.

En los países emergentes se proyecta una reducción importante en su desempeño económico. En China se espera que continúe un proceso de desaceleración hacia ritmos inferiores al 7% anual, vinculada con la disminución en sus niveles de inversión y con la convergencia natural en la medida en que la se acorta la distancia en los niveles de ingreso y productividad de ese país y los de los países avanzados. El problema es más complejo en las economías exportadoras de materias primas. El caso más crítico entre las grandes economías del mundo se percibe en Rusia, donde la fuerte caída del crudo, acompañada por los importantes niveles de inflación y depreciación, han conducido a que los analistas económicos prevean un declive en su producción incluso por encima del 2,5%.

Finalmente, los países de América Latina se proyectan con un débil crecimiento económico, asociado al aminoramiento de las exportaciones e inversión, tras la caída en los precios de las materias primas y los virajes en la liquidez internacional. De acuerdo con el FMI, mientras Brasil podría presentar un estancamiento en su producción para el año 2015 (con un crecimiento de 0,3%), Argentina y Venezuela presentarían contracciones de 1% y 7%, respectivamente. La región en su conjunto tendrá un crecimiento ligeramente por encima del 1%, con lo que en este año, tal como sucedió en 2014, volverían a reducirse los niveles de ingreso per cápita.

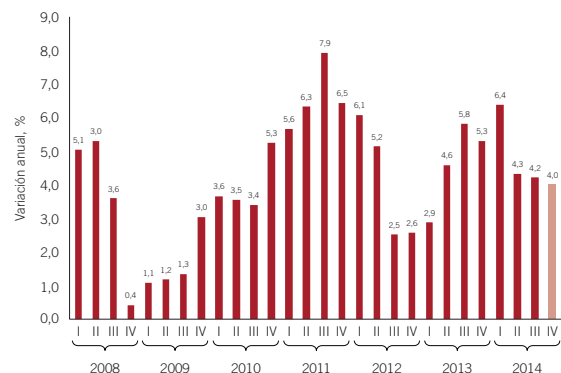
Bajo este complejo panorama internacional, un seguimiento cuidadoso de los principales riesgos en términos de crecimiento, cuentas externas y política económica resulta crucial para determinar el desempeño macroeconómico de Colombia. El presente artículo de actualidad presenta una síntesis de las principales proyecciones macroeconómicas

de Fedesarrollo para 2015 que se presentan en detalle en nuestra publicación *Prospectiva Económica*. En particular, a continuación se resumen las proyecciones de crecimiento y de balanza de pagos y se discute el comportamiento previsible de la inflación y de la política monetaria. Las perspectivas fiscales y la necesidad de un ajuste tributario se han discutido en números precedentes de *Tendencia Económica*.

### Proyecciones de crecimiento

Las estimaciones de Fedesarrollo sugieren que el crecimiento del PIB en 2014 podría haberse ubicado alrededor de 4,8%, lo cual de hecho refleja un menor dinamismo en la segunda mitad del año. Para el último trimestre, en particular, esto implicaría un crecimiento anual cercano al 4%, considerablemente inferior al promedio de los tres trimestres precedentes, en los que la cifra correspondiente fue de 5%. Para 2015, Fedesarrollo espera un crecimiento anual de 3,5% en el escenario central, cifra que considera los riesgos asociados con la caída en el precio internacional de los bienes básicos, la incertidumbre en los mercados internacionales y la necesidad de ajustar la economía al deterioro en los ingresos corrientes y de capitales provenientes del exterior.

Gráfico 1  
DINÁMICA RECIENTE DEL PIB



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

En cuanto al desempeño sectorial, se espera que la construcción, particularmente de obras civiles, se mantenga como el principal motor de la economía colombiana (Cuadro 1). El crecimiento de este sector se soporta principalmente en el dinamismo de la inversión por parte de los entes territoriales en un año preelectoral y en el inicio de los proyectos de infraestructura de cuarta generación (4G) que se llevarán a cabo hasta el 2020.

Cuadro 1  
**PROYECCIONES DE CRECIMIENTO SECTORIAL  
EN 2015**

Sectores productivos	Crecimiento (%)
<b>Producto Interno Bruto</b>	<b>3,5</b>
Agricultura	3,4
Minería	-1,1
Construcción	6,9
Edificaciones	4,3
Obras civiles	8,9
Industria manufacturera	3,0
Servicios Públicos	3,9
Comercio	3,2
Servicios sociales	3,8
Establecimientos financieros	4,2
Transporte y comunicaciones	3,5

Fuente: Cálculos Fedesarrollo.

En contraste con el buen dinamismo de la construcción y con las grandes cifras que mostraba el sector de minería en los últimos quince años, este sector presentaría en 2015 una contracción en términos absolutos. Ello es debido en parte al notable descenso en el precio internacional del petróleo, hecho que aminora los ingresos y limita la solvencia de las empresas que operan en el sector, afectando tanto la producción del año como los montos de inversión destinados a exploración. Pese a que se espera una corrección al alza en el precio del petróleo para el segundo semestre de este año, las proyecciones de los analistas de mercado, y las perspectivas reflejadas en los precios de

los futuros, señalan que el precio de dicho *commodity* no retornará a los niveles registrados en el primer semestre de 2014. El precio de referencia para el WTI utilizado en nuestras proyecciones es del orden de 55 dólares el barril para el promedio del año, superior en más de 10% a los niveles observados en enero y febrero pero inferior en más de 40% a los del año inmediatamente anterior.

En lo que respecta al sector industrial, se espera en el escenario base un crecimiento de 3%, mayor al registrado en los últimos dos años, aunque inferior al crecimiento promedio de la economía. El mayor dinamismo en este sector obedecería principalmente a dos razones. En primer lugar, la depreciación real del tipo de cambio incentivaría los sectores industriales transables y con capacidad exportadora. En segundo lugar, la puesta en marcha de la refinería de Cartagena en el segundo semestre del año generaría una contribución importante, puesto que el subsector de refinación tiene un peso del 12% en el PIB industrial.

### Proyecciones de Balanza de Pagos

En lo corrido de 2014 hasta septiembre, la balanza de pagos de Colombia exhibió un déficit en Cuenta Corriente de 4,6% del PIB, superior en 1,3 puntos porcentuales al registrado en el mismo período de 2013. La mayor parte de este deterioro en el balance en cuenta corriente se sustenta en las cifras del comercio de bienes, las cuales fueron deficitarias en 1.340 millones de dólares, tras haber sido superavitarias un año atrás en cerca de 2.457 millones de dólares. Este comportamiento llama particularmente la atención por cuanto se presenta en un período en el cual todavía no habían caído los precios del petróleo en la forma en que lo hicieron en los meses subsiguientes.

En lo que respecta a la Cuenta Financiera, la entrada neta de capital se expandió en un 50,8% frente a lo ocu-

rrido un año atrás, llegando así a un valor equivalente al 4,5% del PIB. No obstante, esta expansión fue heterogénea entre sus componentes y mostró un cambio drástico en su composición con respecto al año anterior. En particular, la Inversión Extranjera de Portafolio exhibió un incremento anual de 65,7%, como consecuencia de la recomposición del mercado colombiano en el índice de bonos soberanos de JP Morgan. En cambio, la Inversión Extranjera Directa (IED) presentó una contracción del 5%.

De acuerdo con nuestras estimaciones, el déficit de la cuenta corriente sería de 5,1% del PIB para el año completo 2014. Lo anterior se ampara en un claro deterioro de la balanza comercial, ante la caída del precio del petróleo registrada en el cuarto trimestre de ese año. Por su parte, en el 2015, el deterioro en las cuentas externas del país podría llevar el déficit en cuenta corriente hasta el 6,0% del PIB -aproximadamente 20.000 millones de dólares-, incluso bajo el supuesto de que la desaceleración prevista de la economía y la fuerte depreciación del peso

inducen una contracción en el valor en dólares de las importaciones de 6%.

Un déficit corriente de la balanza de pagos de las magnitudes del previsto para 2015 no se ha observado históricamente en la economía colombiana. Incluso como porcentaje del PIB, supera ampliamente a los que se observaron a finales de la década de los noventa, con anterioridad a la gran crisis económica de fin de siglo. La perspectiva en nuestro escenario base es que ese déficit solo empezaría a reducirse en forma muy gradual en los siguientes años. La ligera recuperación en los precios del petróleo que llevaría el WTI hacia niveles cercanos a US\$70 no alcanzaría siquiera a compensar la reducción prevista en las exportaciones físicas de crudo, reducción que en el mediano plazo se refuerza por los desestímulos a la exploración que se generan por los precios tan bajos. Por otra parte, es posible esperar una respuesta favorable de las exportaciones diferentes a combustibles frente a una tasa de cambio depreciada pero la capacidad de esas

Cuadro 2  
PROYECCIONES DE LA CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS

	Como % PIB					
Balanza de Pagos	2013	2014py	2015py	2016py	2017py	2018py
<b>Balanza Comercial</b>	<b>0,8</b>	<b>-1,5</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,0</b>	<b>-1,5</b>	<b>-1,1</b>
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-3,4</b>	<b>-5,1</b>	<b>-6,0</b>	<b>-4,6</b>	<b>-3,9</b>	<b>-3,4</b>
	Miles de millones de dólares					
<b>Balanza Comercial</b>	<b>3,2</b>	<b>-5,2</b>	<b>-9,6</b>	<b>-6,1</b>	<b>-4,5</b>	<b>-3,4</b>
Exportaciones	60,3	56,0	47,7	50,1	52,0	53,7
Petróleo y otros minerales	35,2	32,5	24,5	25,4	25,8	26,0
Resto	25,1	23,5	23,2	24,7	26,2	27,6
Importaciones	57,1	61,2	57,3	56,2	56,5	57,1
<b>Servicios y transferencias</b>	<b>-15,7</b>	<b>-14,2</b>	<b>-10,2</b>	<b>-9,5</b>	<b>-9,6</b>	<b>-9,5</b>
<b>Cuenta Corriente</b>	<b>-12,5</b>	<b>-19,4</b>	<b>-19,8</b>	<b>-15,6</b>	<b>-14,1</b>	<b>-13,0</b>

Fuente: Fedesarrollo.

exportaciones de compensar el desplome en el valor de las ventas externas de hidrocarburos en los próximos años resulta limitada por varias razones. En primer lugar, las otras exportaciones mineras, en particular las de carbón y oro, que en los últimos años han representado más del 15% de las ventas externas totales del país, han estado también golpeadas por la caída generalizada en los precios de los productos básicos a nivel mundial. Por otra parte, las perspectivas de las exportaciones industriales y agrícolas hacia otros países de América Latina estarán afectadas por las malas perspectivas económicas de la región y muy particularmente de Venezuela, que tradicionalmente ha sido el principal destino de esas exportaciones después de los Estados Unidos. Además, el bajo peso relativo que tienen actualmente las exportaciones industriales y agropecuarias (30% del total en los últimos años) hace que, incluso con aumentos porcentuales importantes, su valor difícilmente será suficiente en términos absolutos para contrarrestar la caída tan abrupta en el valor de las ventas de petróleo en los próximos años.

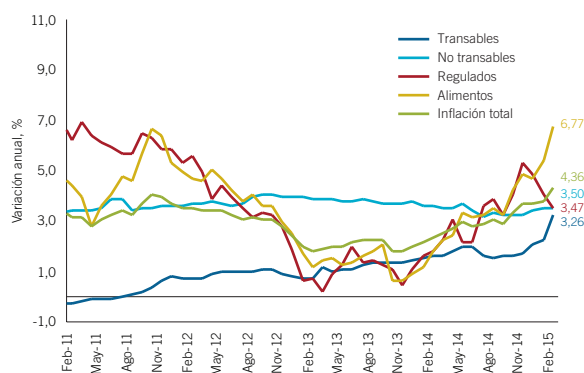
### Tasa de cambio, Inflación y política monetaria

En 2014, las principales economías en desarrollo evidenciaron un alza en sus tipos de cambio, como consecuencia del deterioro en los precios de las materias primas, así como ante la expectativa de una subida de tasas por parte de la FED. Colombia no fue ajeno a este fenómeno internacional, aunque en nuestro país el fenómeno se presentó con algún rezago. Desde septiembre de 2014 hasta la fecha, el peso colombiano presentó una devaluación superior al 30%, asociada principalmente al mal desempeño en los precios del petróleo.

Como era de esperar, la fuerte depreciación de la moneda se transmitió en algún grado a la inflación de la economía colombiana, la cual se ha visto afectada en

el corto plazo de manera mucho más importante por un fuerte aumento en los precios de los alimentos, asociado a factores climáticos y de política sectorial extremadamente proteccionista para algunos productos como el arroz. Como consecuencia, el ritmo de crecimiento del IPC, que empezó el año en el límite inferior del rango de 2 a 4% establecido como meta por el Banco de la República lo finalizó por encima del punto medio, con una variación anual del 3,66% y llegó en febrero de 2015 a niveles mayores al límite superior.

Gráfico 2  
DINÁMICA RECIENTE DE LA INFLACIÓN  
POR COMPONENTES



Fuente: Banco de la República.

Hasta febrero de 2015, el fuerte aumento en la tasa de cambio y el aumento paralelo en la inflación observada no han sido obstáculos para que el Banco de la República mantenga unas tasas de interés moderadas, que reflejan una política monetaria relativamente expansiva, que ayuda a mitigar la desaceleración económica que se viene presentando, también de manera moderada, desde el segundo trimestre de 2014. Ello ha sido posible gracias a que el aumento en la inflación se ha percibido como algo eminentemente temporal y a que las expectativas de aumento de del IPC a un año y dos años vista por parte de los agentes económicos se mantienen ancladas

a las metas de inflación de la Junta Directiva del Banco. Hacia el futuro será indispensable que esa condición se mantenga para que la Junta no se vea forzada a adelantar una política monetaria más restrictiva, eventualidad en que el ciclo descendente de la actividad productiva podría verse reforzado en forma procíclica. Por otra parte, como se discute en el Editorial de esta edición de Tendencia Económica, la política monetaria tendrá que cuidarse de generar estímulos artificiales a la demanda agregada en un momento en que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos- que no es otra cosa que el exceso de demanda agregada con respecto a la producción nacional- se encuentra en niveles máximos históricos.

En estas condiciones de complejos dilemas para las autoridades, en el escenario básico planteado en las proyec-

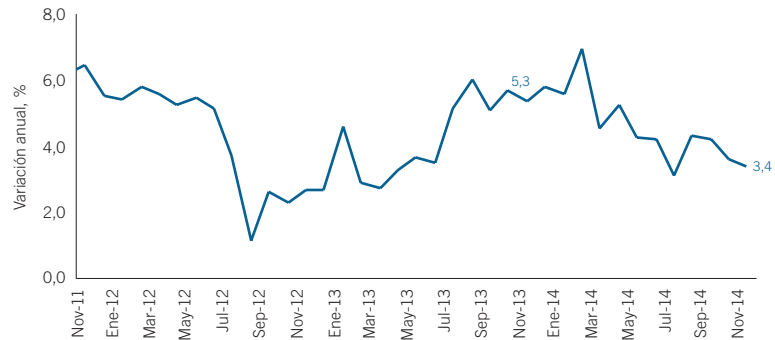
ciones de Fedesarrollo esperamos que el aumento reciente de la inflación haya sido un fenómeno fundamentalmente sectorial y temporal y que el ritmo de crecimiento del IPC retorne hacia un 3,3% al cierre de 2015. El aumento con respecto a los niveles de 2013 se explicaría principalmente por el efecto moderado del pass-through sobre la senda de inflación de los bienes transables, y supone que el tipo de cambio se estabilizaría en un rango no muy alejado de entre los 2.450 y 2.600 pesos. En esas condiciones, la tasa de interés de política monetaria podría mantenerse estable en sus niveles actuales de 4,5% por un tiempo considerable. En la eventualidad de una depreciación mucho mayor y/o una inflación persistente en niveles superiores a la meta, la tasa de interés podría tener que aumentarse, con efectos procíclicos de reforzamiento de la desaceleración de la actividad productiva.

## Actividad productiva

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

Indicador de Seguimiento de la Economía ISE para noviembre de 2014 registró un crecimiento interanual de 3,4%, ratificando la pérdida de dinamismo de la economía que se empezó a observar desde el segundo trimestre de ese año.

En lo corrido del año a noviembre, el ISE tuvo un crecimiento de 4,5%, resultado que es ligeramente superior a lo observado en el mismo periodo un año atrás (4,3%).

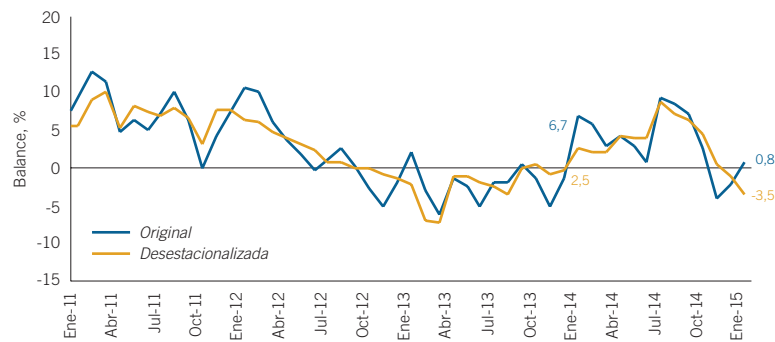


\* Serie desestacionalizada.  
Fuente: DANE.

## Gráfico 2. Índice de Confianza Industrial (ICI)

En enero, el Índice de Confianza Industrial (ICI) retornó a terreno positivo tras dos meses de registros negativos. No obstante, al ajustar por factores estacionales, el indicador mantiene la tendencia decreciente iniciada desde julio de 2014.

Si bien el ICI mostró un leve repunte respecto al mes anterior, al ajustar por factores estacionales, se evidencia un retroceso tanto en el componente de pedidos como en el de existencias. Por el contrario, el indicador de expectativas de producción muestra un leve incremento.

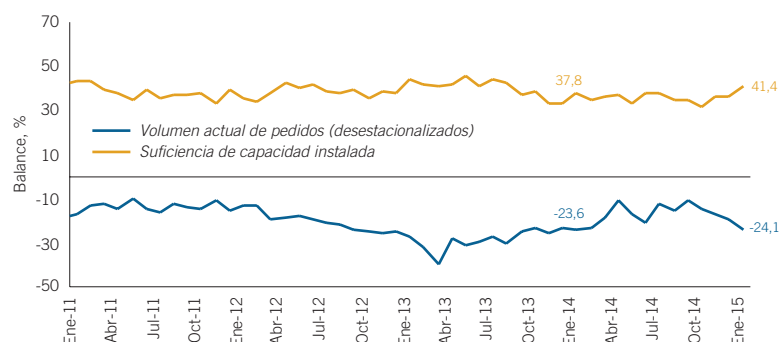


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

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

En el primer mes de 2015, el indicador con ajuste estacional del volumen actual de pedidos en la industria se situó en -24,1%, lo que representa una disminución de 4,9 y 0,5 pps respecto a diciembre de 2014, respectivamente.

En línea con el deterioro observado en el volumen de pedido, el indicador de suficiencia de capacidad instalada mostró un leve repunte con relación al mes anterior y se ubicó en un balance de 41,4%.



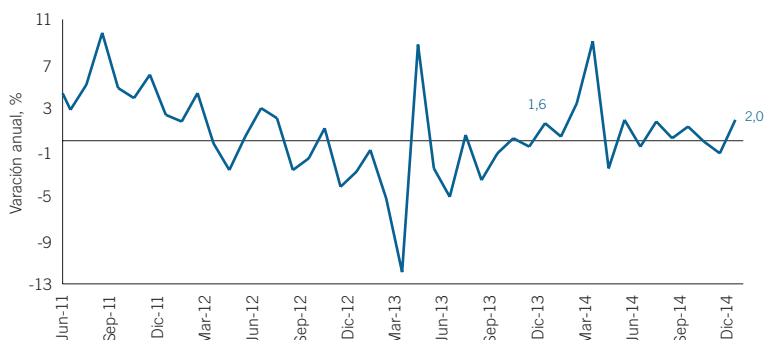
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

\* La elaboración de esta sección contó con la asistencia de Camila Orbeogo.

El índice de producción industrial (IPI) registró en diciembre un crecimiento anual de 2,0%, reflejando una recuperación frente a los resultados observados en el mes inmediatamente anterior (-1,1%) y frente a lo observado un año atrás (1,6%).

En diciembre, 21 de las 43 ramas de actividad de la muestra exhibieron variaciones anuales positivas, dentro de las cuales cabe destacar el resultado de los sectores de cueros (21,9%), maquinaria y aparatos eléctricos (22,8%) y vehículos automotores (26,9%).

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

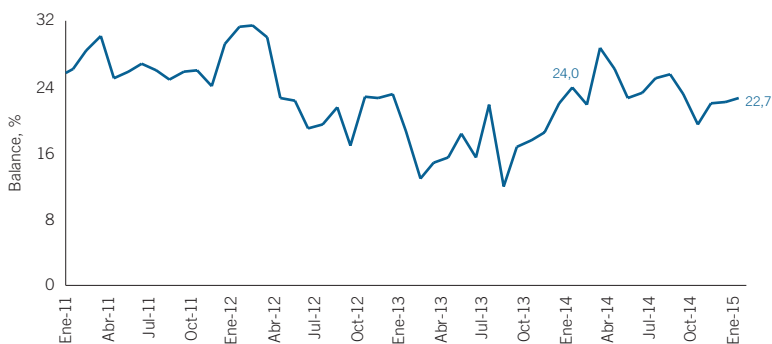


Fuente: DANE.

En enero de 2015, el balance del Índice de Confianza Comercial (ICCO) se mantuvo en un nivel alto, de 22,7%, similar al del mes anterior y al del mismo mes de 2014.

El componente de expectativas del ICCO muestra mejoras tanto frente a diciembre como frente a enero de 2014. Los componentes de existencias y de situación económica actual de las empresas se deterioran ligeramente respecto a enero de 2014.

#### Gráfico 5. Índice de Confianza Comercial (ICCO)

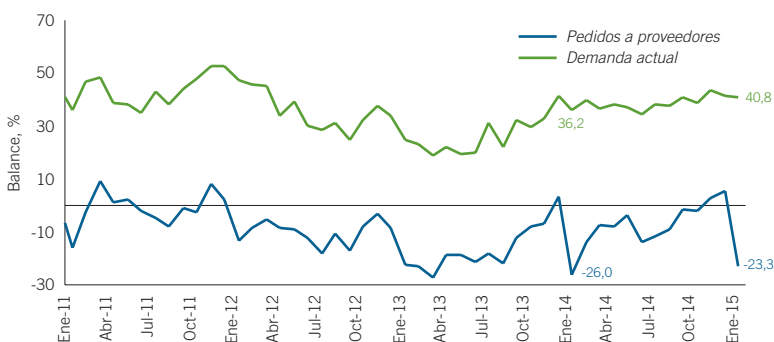


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En la medición de enero de la Encuesta de Opinión Empresarial para el sector comercio, el indicador de pedidos a proveedores registró una mejora de 2,8 pps respecto al mismo mes del año anterior.

El indicador de demanda actual en el sector comercio mostró un incremento de 4,6 pps respecto a enero de 2014.

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

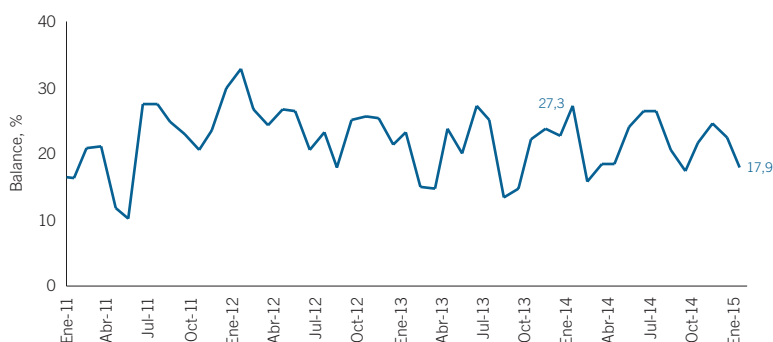


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

## Gráfico 7. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)

El balance del Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se ubicó en el mes de enero en 17,9%, mostrando un retroceso de 4,5 pps respecto al mes anterior y de 9,4 pps frente a enero de 2014.

La caída en la confianza de los consumidores se debió a un deterioro tanto en el componente de expectativas como en el de condiciones económicas actuales.

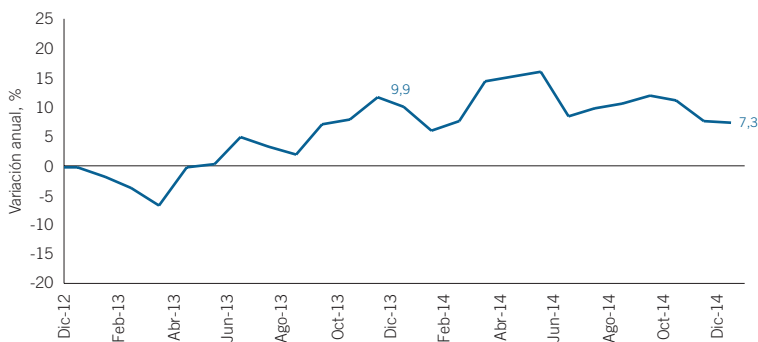


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC).

## Gráfico 8. Despachos de cemento gris

En el trimestre móvil finalizado en diciembre, los despachos de cemento gris en el país se incrementaron 7,3%, lo cual refleja un fuerte dinamismo, aunque con una ligera desaceleración frente a lo observado tanto en meses anteriores como en el mismo periodo un año atrás.

Los despachos en el transcurso del 2014 crecieron 10,3% frente a 2013. En particular, los departamentos que registraron el mayor incremento fueron Sucre, Nariño y Arauca.



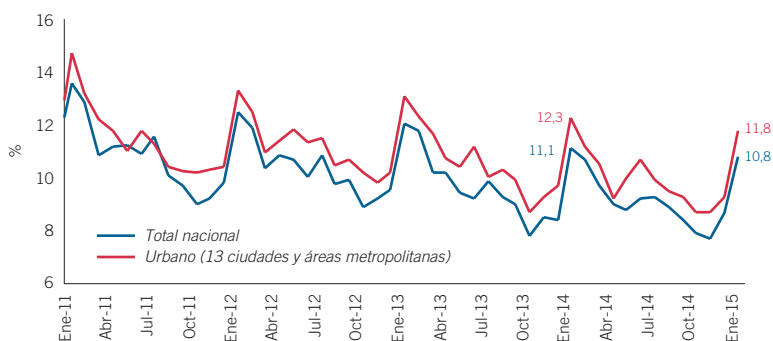
\*Promedio móvil tres meses

Fuente: DANE.

## Gráfico 9. Tasa de desempleo

En enero de 2015, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 10,8%, siendo la tasa más baja para el mismo mes de los últimos 15 años. Al respecto, es importante mencionar que esta reducción se dio aun cuando la población económicamente activa se incrementó 1,7% interanualmente.

Para el trimestre móvil noviembre-enero, la tasa de desempleo promedio fue de 9,1%, completando 26 trimestres consecutivos a la baja.



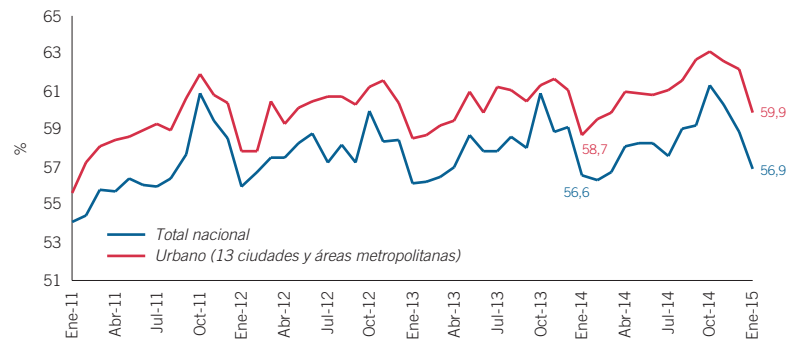
Fuente: DANE.



## Gráfico 10. Tasa de ocupación

En enero, la tasa de ocupación (TO) del total nacional se ubicó en 56,9%, 0,37 pps por encima de la cifra registrada doce meses atrás. Lo anterior representa el dígito más alto para el mes de referencia desde que se tienen datos para la Gran Encuesta Integrada de Hogares (GEIH) (2001).

La tasa global de participación (TGP) promedio para el trimestre noviembre-enero registró un aumento de 0,4 pps con respecto al año anterior, situándose en 64,6%.



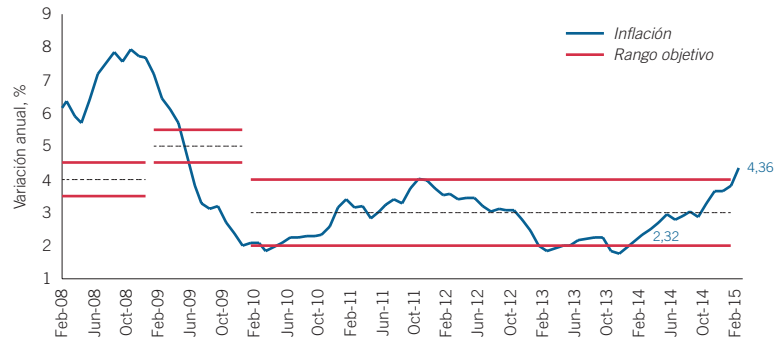
Fuente: DANE.

## Sector financiero y variables monetarias

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

En febrero de 2015, la inflación anual se ubicó en 4,36%, 2,04 pps por encima de la cifra registrada en el mismo mes de 2014, siendo ésta la cifra más alta registrada desde mayo de 2009.

La inflación mensual de enero fue de 1,15%, 51 puntos básicos (pbs) por encima de la cifra esperada por los analistas en la encuesta del Banco de la República. Lo anterior se explicó principalmente por la variación en los grupos de alimentos (1,81%) y comunicaciones (2,86%).

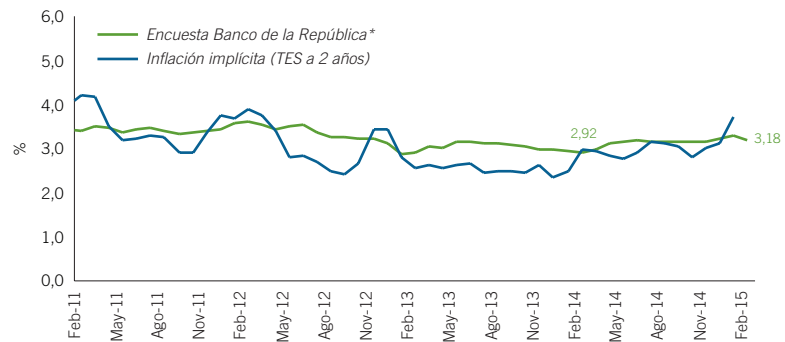


Fuente: DANE y Banco de la República.

### Gráfico 12. Expectativas de inflación

Pese a las presiones inflacionarias impuestas por el rubro de alimentos, las expectativas de inflación de los encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses se han mantenido relativamente bajas, ubicándose en febrero de 2015 apenas 18 pbs por encima del punto medio del rango meta.

Por su parte, las expectativas de inflación implícitas en el diferencial entre el rendimiento de los TES tasa fija y aquellas indexadas a la inflación se han incrementado sustancialmente en lo corrido del año.



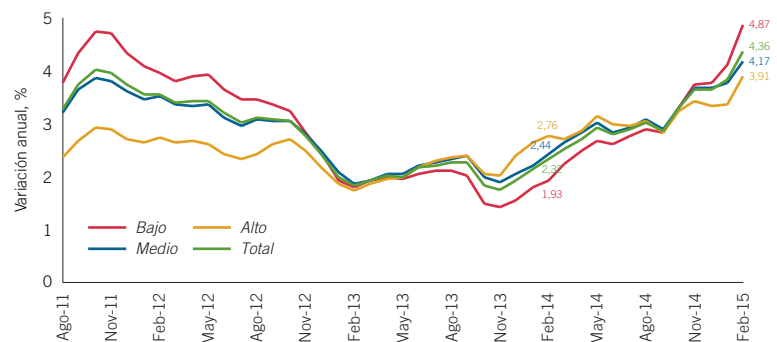
\*12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

### Gráfico 13. Inflación por nivel de ingreso

El fuerte aumento de los precios de los alimentos en febrero ha llevado a que la inflación de las personas de menores ingresos sea superior, en la medida que su canasta es más sensible a la evolución de este rubro.

Si bien la inflación anual aumentó en 2,04 pps en febrero de 2015, los precios de la canasta de las personas de mayores ingresos apenas se aceleraron en 1,15 pps. Lo anterior se explica por el mayor peso de vivienda y transporte en esta canasta, rubros que presentaron niveles de inflación por debajo del total.

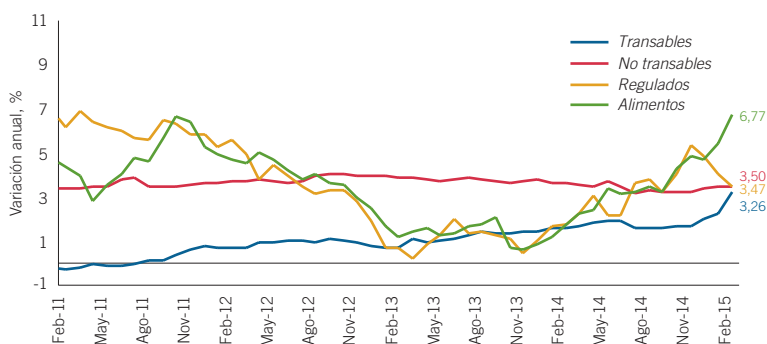


Fuente: DANE.

En febrero de 2015, el componente que impuso la mayor presión inflacionaria fue el de alimentos, explicado principalmente por el aplazamiento de algunos cultivos en respuesta a un posible fenómeno del Niño. En efecto, el precio de los cereales aumentó en un 12.9% mensual.

La fuerte depreciación del peso registrada en los últimos meses del 2014 ya ha comenzado a presionar el precio de los bienes transables. En febrero de 2015 la inflación mensual de este rubro se ubicó en 1,14%, cifra alta en comparación al promedio de 2014 (0,16%).

Gráfico 14. Inflación por componentes

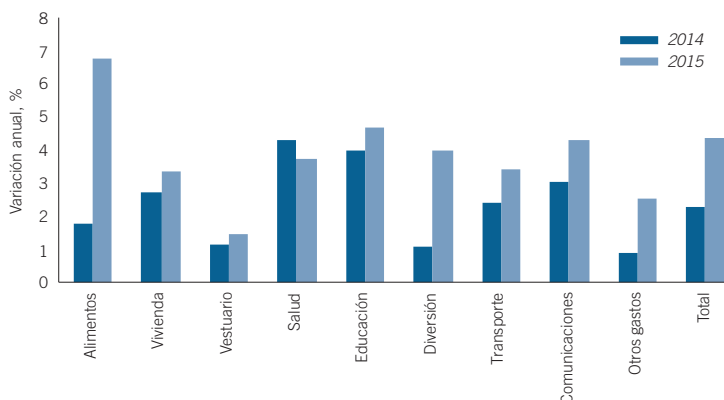


Fuente: Banco de la República.

La fuerte aceleración anual en el nivel de precios registrada en febrero en 2015 respondió principalmente al aumento de la inflación anual de alimentos (5 pps), y, en menor medida, de diversión (2,9 pps).

El sustancial aumento en la inflación anual del rubro de alimentos de febrero se dio principalmente por el incremento en los precios de los tubérculos y los cereales (64% y 22% anual, respectivamente).

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

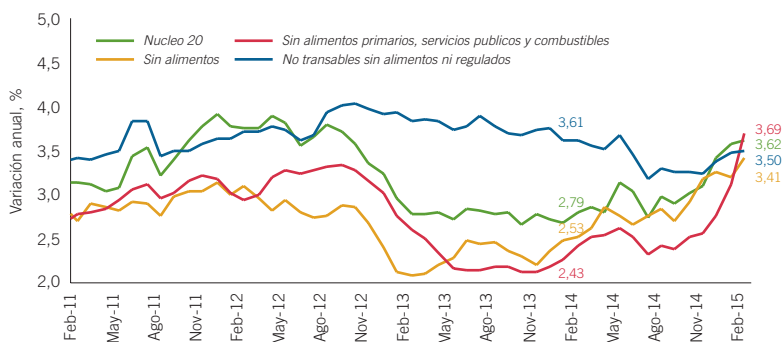


Fuente: DANE.

En el segundo mes del año, todas las medidas de inflación básica registraron un aumento mensual, como consecuencia de presiones inflacionarias diferentes a la de los alimentos, como la de los bienes transables.

La única medida de inflación básica que no presentó aceleración anual en febrero fue la de no transables sin alimentos ni regulados, en la medida que excluye los dos componentes que imponen mayores presiones inflacionarias.

Gráfico 16. Medidas de inflación básica

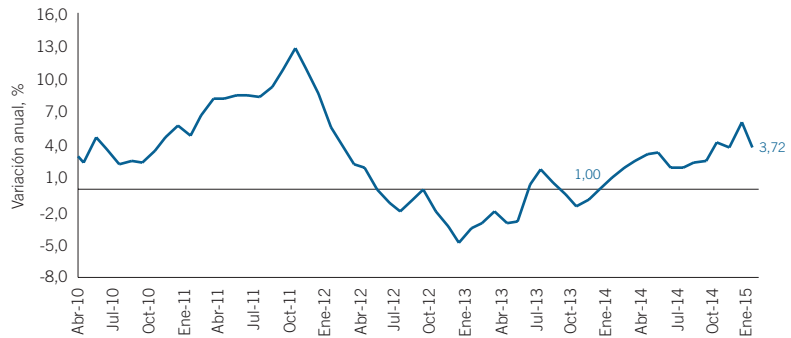


Fuente: Banco de la República.

El índice de precios al productor (IPP) exhibió un incremento anual de 3,72% en enero del presente año, resultado que se ubica 2,7 pps por encima del observado un año atrás.

Desagregando por actividad económica, el mayor incremento interanual en los precios se observó en el rubro de agricultura (19,2%), mientras que el nivel de precios de la minería decreció 12,9%. Por otra parte, de acuerdo a la procedencia de los bienes, se encuentra que el incremento en los precios se explica principalmente por el rubro de producidos y consumidos (5,9%).

## Gráfico 17. Índice de Precios del Productor

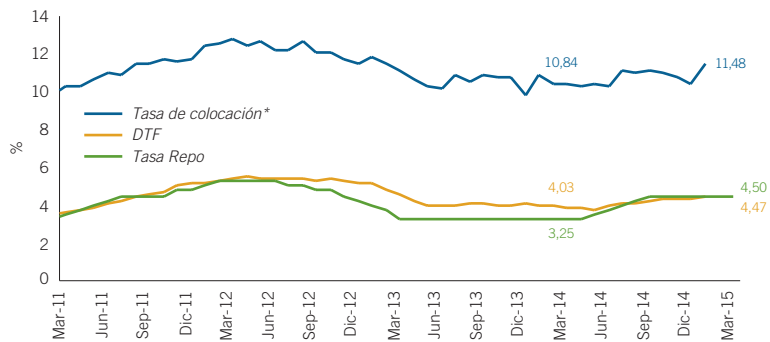


Fuente: DANE.

Bajo un contexto económico caracterizado por un deterioro de los términos de intercambio y una menor dinámica económica, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener estable la tasa de interés de intervención en 4,5% en su reunión del mes de febrero.

La tasa de captación DTF presentó un incremento de 0,13 pps respecto al mes anterior, ubicándose en 4,47% para el mes de enero. Por su parte, la tasa de colocación se ubicó en 11,48% para el primer mes de 2014, nivel considerablemente superior al registrado el año anterior.

## Gráfico 18. Tasas de interés

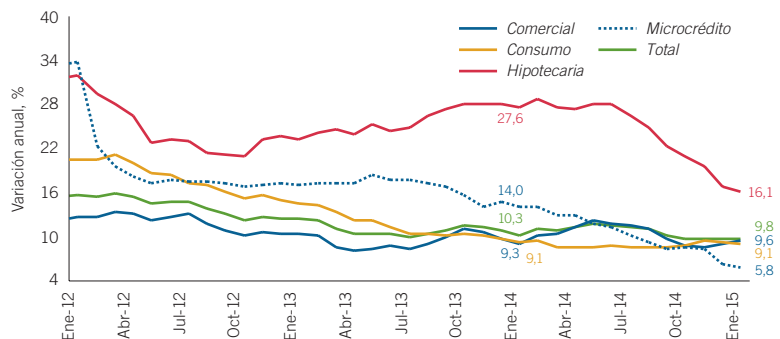


\* La tasa de colocación incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.  
Fuente: Banco de la República.

A partir de febrero, las cifras de agregados monetarios y crediticios, que reporta el Banco de la República periódicamente, se presentan de acuerdo con la información recibida de los Establecimientos de crédito bajo las NIIF.

En enero, la cartera total exhibió un crecimiento real de 9,8%, 0,2 puntos porcentuales por encima del mes anterior. Sin embargo, se mantiene la tendencia decreciente en la cartera hipotecaria, así como en la de microcrédito.

## Gráfico 19. Cartera real por tipo de crédito

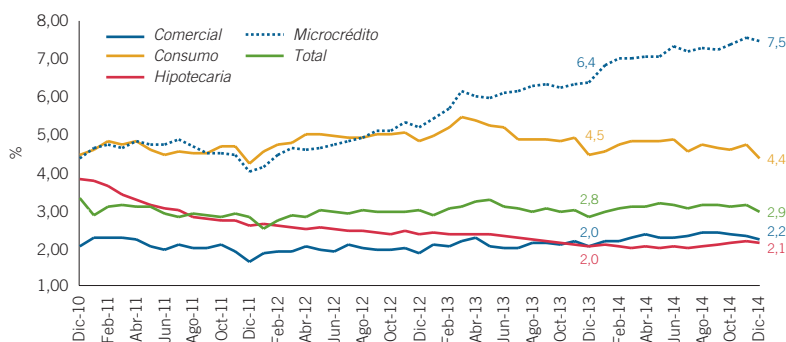


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

La calidad de la cartera de crédito, medida como la proporción de la cartera vencida sobre la total, finalizó el 2014 en 2,94%. Lo anterior representa un deterioro de 10 pbs respecto a diciembre del año anterior. No obstante, en el último mes del año se observó una mejoría en la calidad de la cartera, con una reducción de 0,16 pps en el indicador frente al mes de noviembre.

Desagregando por modalidad de crédito, se observa una leve mejoría en cada una de las carteras frente a los resultados de noviembre. En este sentido, la cartera de consumo presentó el mayor avance, con una disminución de 33 pbs respecto al mes anterior.

## Gráfico 20. Evolución de la cartera de crédito vencida por tipo de crédito



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

Fuente: Superintendencia Financiera.

## Gráfico 21. Índice COLCAP

Al cierre del 3 de marzo, el índice de capitalización COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia (BVC), se ubicó en 1.280 puntos con una variación anual de -19,4%, en medio de bajos volúmenes de negociación y una alta volatilidad en el sector minero-energético. El anterior comportamiento refleja el bajo apetito por parte de los inversionistas en las acciones colombianas.

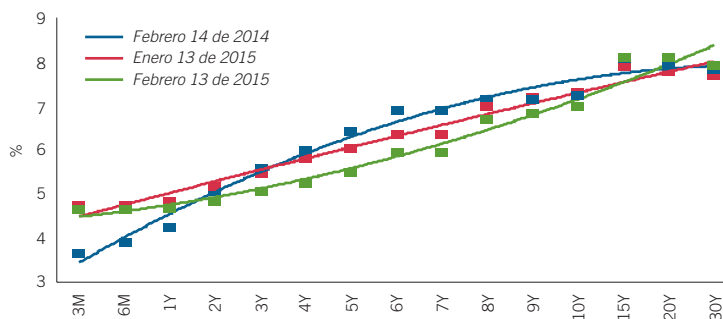


Fuente: Banco de la República.

## Gráfico 22. Curva de rendimientos TES para Colombia

En febrero de 2015, la curva TES exhibió un desplazamiento hacia abajo en la parte media de la curva. En contraposición, se observa que en la parte larga de la curva se produjo un empinamiento frente al mes anterior.

Con respecto al 2014, se presentó un aplanamiento de la curva de títulos de deuda colombiana. Por su parte, se produjo una valorización de los títulos en la parte media de la curva, con una disminución promedio de 80 pbs.



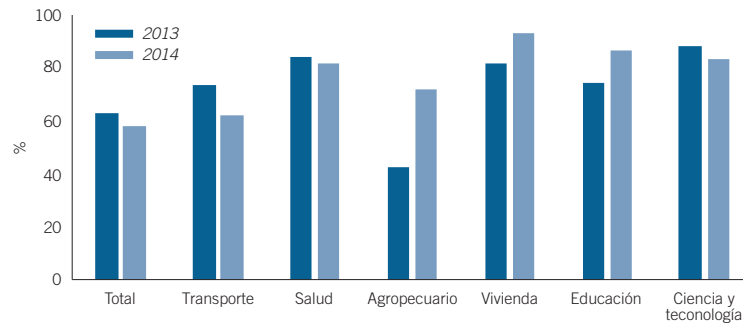
Fuente: Bloomberg.

## Sector fiscal

### Gráfico 23. Ejecución presupuestal en inversión\* (acumulada a diciembre)

La ejecución presupuestal en inversión en lo corrido del 2014 se redujo 1,3 pps frente a lo observado en el transcurso de 2013.

Al desagregar la ejecución sectorialmente, vale la pena destacar el crecimiento de 8,9 pps en la ejecución presupuestal del sector agropecuario frente a lo registrado en 2013. Por otra parte, la ejecución del presupuesto de transporte y de ciencia y tecnología se contrajo 3,4 pps y 1,6 pps, respectivamente.



\* Ejecución medida como obligaciones/apropiaciones.

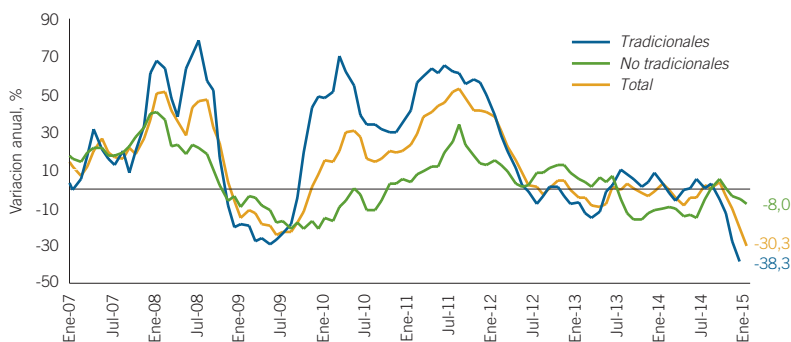
Fuente: Dirección General del Presupuesto Público Nacional.

## Sector externo

## Gráfico 24. Exportaciones tradicionales y no tradicionales

Para el trimestre móvil noviembre-enero, las exportaciones totales presentaron un declive del orden de 30,3%, explicado en gran medida por el mal desempeño de las exportaciones tradicionales, las cuales se contrajeron 38,3% en el mismo período.

Las exportaciones tradicionales presentaron, por primera vez desde junio de 2009, un declive superior al 30%. Lo anterior estuvo explicado principalmente por la fuerte caída de las ventas externas de los combustibles y los productos de las industrias extractivas.



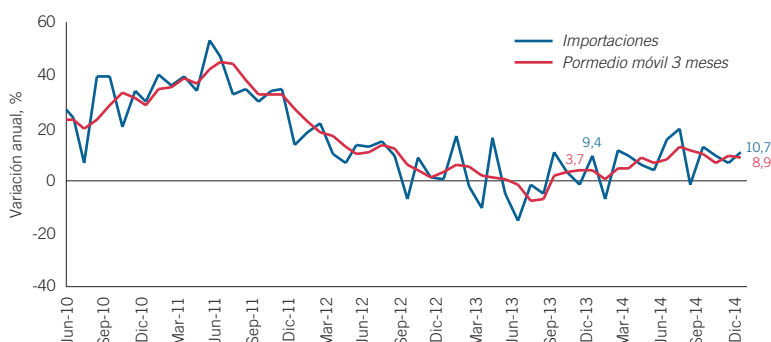
\* Variación anual de las exportaciones tradicionales y no tradicionales en promedios móviles a tres meses.

Fuente: DANE.

## Gráfico 25. Importaciones (Valor FOB)

Para el 2014, las importaciones presentaron un incremento promedio de 8,1%, superior en cerca de 7 pps al desempeño del año anterior (1,4%). Este mayor dinamismo estuvo vinculado, en gran medida, al buen desempeño de las importaciones de petróleo y productos derivados, que aumentaron en más de un 18% durante lo corrido del año.

Por países de origen, Estados Unidos se ubicó como el principal país de procedencia de las importaciones colombianas (con un 28,4%) para el año 2014, seguido por China (18,4%) y México (8,2%).

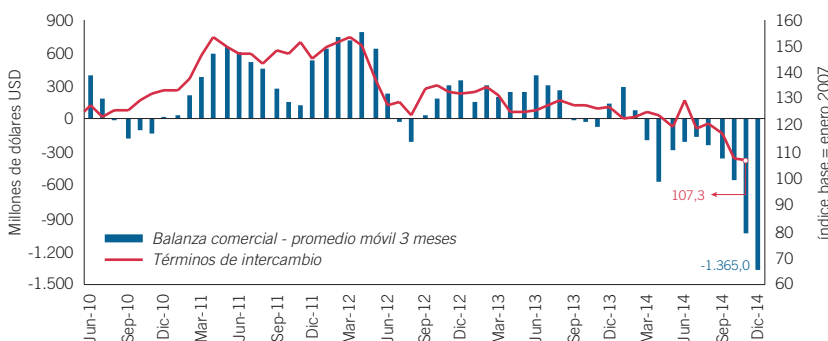


Fuente: DANE.

## Gráfico 26. Evolución de la Balanza Comercial

En 2014, el país acumuló un déficit comercial de 6.293 millones de dólares. El desequilibrio de la balanza comercial fue particularmente fuerte en el último trimestre móvil del año, con un resultado negativo de 1.365 millones de dólares.

El deterioro de la balanza comercial estuvo acompañado por el notable declive en los términos de intercambio para Colombia, a raíz del desplome de los precios del petróleo, así como de otros productos minero-energéticos al cierre de 2014.

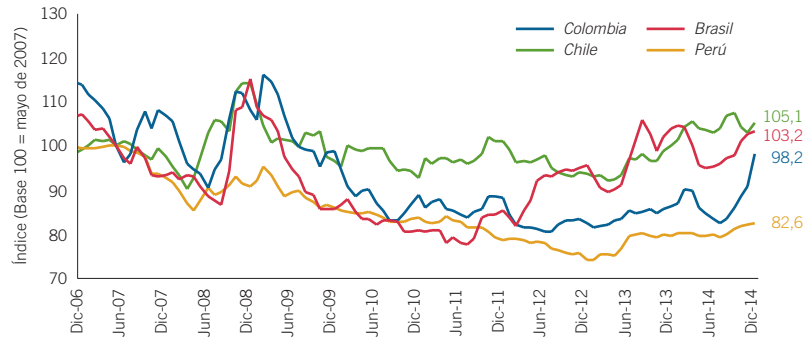


Fuente: Banco de la República - DANE.

Durante el segundo semestre de 2014, los principales tipos de cambio frente al dólar en América Latina presentaron un aumento, como consecuencia del declive en los precios de las materias primas, así como de la normalización de la política monetaria de Estados Unidos.

En el segundo semestre del año, la moneda colombiana presentó la depreciación real más marcada de las principales economías del continente, con un aumento en la tasa de cambio real del orden de 19,2%.

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



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

Si bien en el primer mes y medio del año se observó una relativa estabilización del comportamiento del tipo de cambio en niveles cercanos a los 2.400 pesos, en los primeros diez días del mes de marzo se ha registrado una depreciación del 3,8%.

Con la reciente aceleración de la depreciación, la tasa de cambio alcanzó los 2.600 pesos, nivel que no se observaba desde febrero de 2009.

## Gráfico 28. Comportamiento del tipo de cambio

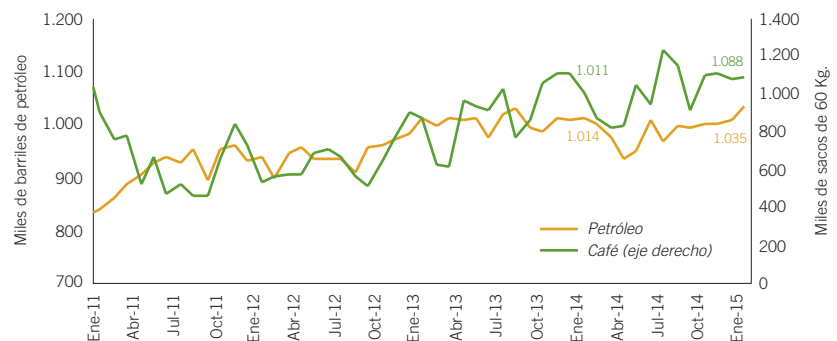


Fuente: Banco de la República.

La producción de café en enero de 2015 se ubicó en 1,1 millones de sacos de 60 kilos, nivel que no se registraba para el mismo mes desde hace 7 años.

La producción de petróleo registró una variación anual de 2% en enero, ubicándose así en 1'035.000 barriles diarios. Dicho resultado fue generado en un 81% por la producción de Ecopetrol. La reducción de los atentados a la infraestructura petrolera fue uno de los factores que contribuyeron al aumento de la producción.

## Gráfico 29. Producción de café y petróleo



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



## CALENDARIO ECONÓMICO

### Marzo 2015\*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
2 Tasa de desempleo Zona Euro	3	4 Índice de Precios del Productor IPP	5 Reunión de política monetaria BCE  Índice de Precios al Consumidor IPC	6 Producto Interno Bruto Zona Euro  Tasa de desempleo Estados Unidos
9	10	11	12	13 Muestra Mensual Manufacturera  Encuesta de Opinión del Consumidor EOC
16 Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo	17 Indicador de Seguimiento de la Economía ISE  Producto Interno Bruto	18 Reunión de política monetaria de la FED	19 Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo (ICI-ICCO)*	20 Importaciones  Reunión Junta Directiva del Banco de la República
23	24 Índice de Precios al Consumidor Estados Unidos	25	26	27 Producto Interno Bruto Estados Unidos
30	31 Indicadores del Mercado Laboral	1	2	3

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

Fuente: DANE, Bloomberg y EuroStat.



# Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2015

## Incluye:

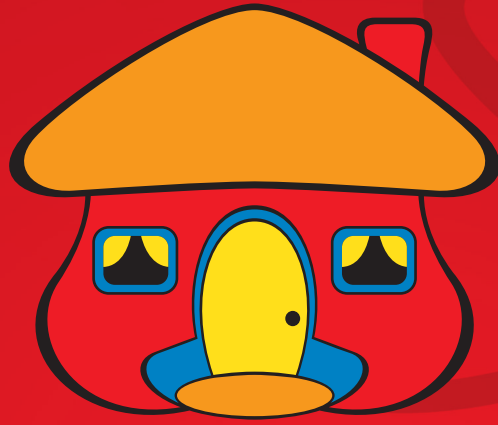
- Cuatro ediciones al año
- Servicio de Acompañamiento Macroeconómico
- Envío mensual de la Encuesta de Opinión Financiera
- Envío mensual de los Boletines de Encuesta de Opinión al Consumidor y Encuesta de Opinión Empresarial
- Envío virtual de la publicación mensual Tendencia Económica
- Envío de Informes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

## Informes Oficina Comercial

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

E-mail: [comercial@fedesarrollo.org.co](mailto:comercial@fedesarrollo.org.co) | [www.fedesarrollo.org.co](http://www.fedesarrollo.org.co)

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia



# DAVIVIENDA

---

APOYAMOS  
EL CRECIMIENTO  
DEL PAÍS

---