



Prospectiva Económica

Octubre de 2012

CALENDARIO FERIA 2013

CONOZCA LAS FERIAS QUE EN EL 2013 LE DARÁN NUEVAS OPORTUNIDADES DE NEGOCIO.

Semana Internacional de la Moda de Bogotá						
feb - mar	 XXVII International Footwear & Leather Show		 Exhibición Internacional del Cuero e Insumos Masquinaria y Tecnología			
	Febrero 5 al 8		Febrero 5 al 10	Febrero 27 al 1 de marzo	Marzo 6 y 7	
mar - abr		 Asamblea Ecopetrol			 IV Automatiza 2013 automatización sin límites	
	Marzo 14 al 17	Marzo 21	Abril 3 y 4	Abril 4 al 7	Abril 10 al 12	
abr - jun	XXVI FERIA INTERNACIONAL DEL LIBRO DE BOGOTÁ	 III Expoestatal 2013 <small>Encuentro que promueve la transparencia y eficacia en la contratación pública</small>	 XII expoconstrucción y expodiseño		FERIA DEL MARKETING	
	Abril 17 a mayo 2	Mayo 7 al 9	Mayo 21 al 26	Junio 4 al 8	Junio 5 al 7	
junio	XXII EXPOPARTES	 XIII feria de las colonias corferias 2013			SMART CITIES	
	Junio 5 al 7	Junio 13 al 23	Junio 19 al 22	Junio 24 al 30	Junio 26 al 28	

Fechas sujetas a cambios, consulte nuestra página web www.corferias.com

jul - ago		 XXVII International Footwear & Leather Show	 <small>Exhibición Internacional del Cuero e Insumos Maquinaria y Tecnología</small>	 <small>9ª SALA LOGÍSTICA DE LAS AMÉRICAS</small>	 babies & kids 2013 <small>La feria de los papás, futuros papás, bebés y niños hasta los 6 años.</small>
	Julio 11 al 21	Julio 30 al 2 de agosto		Julio 31 a 2 de agosto	Agosto 7 al 11
agosto	 colombia responsable corferias 2013	 minería colombia 2013 corferias Bogotá	 VIII gastronomía corferias 2013	 Expo Especiales Café de Colombia	 XII belleza y salud corferias 2013
	Agosto 14 al 16	Agosto 14 al 16	Agosto 22 al 25	Agosto 22 al 25	Agosto 22 al 26
ago - sep - oct	 III mecani-k 2013 <small>seguridad en movimiento mantenimiento, reparación y seguridad vial</small>	 II expocomerciales 2013 <small>Primer salón de vehículos comerciales utilitarios y de carga</small>	 XXX feria del hogar corferias 2013		EXPO USA – TLC
	Agosto 28 al 30	Agosto 28 al 31	Septiembre 5 al 22	Septiembre 26 y 27	Septiembre 25 al 27
octubre		 colombia tres punto cero	 SALÓN DEL OCIO Y LA FANTASIA SOFA 2013	 Exp Estudiante	 VIII GRAN SALÓN INMOBILIARIO <small>MÁS OPCIONES PARA SU MEJOR INVERSIÓN.</small>
	Octubre 2 al 4	Octubre 2 al 5	Octubre 3 al 6	Octubre 15 al 18	Octubre 16 al 20
oct - dic	 art30 <small>FERIA INTERNACIONAL DE ARTE DE BOGOTÁ 2013</small>	 Andina-Pack <small>International Packaging Exhibition</small>	 movilidad y transporte 2013 <small>V feria internacional de movilidad y transporte público Programa internacional de destino integrado de transporte</small>	 XV CONGRESO COLOMBIANO DE PETRÓLEO Y GAS 2013 <small>INTERNATIONAL PETROLEUM CONFERENCE & EXHIBITION Noviembre 20 al 22 - Corferias, Bogotá</small>	 XXIII Expoartesánías
	Octubre 24 al 28	Noviembre 5 al 8	Noviembre 13 al 15	Noviembre 20 al 22	Diciembre 5 al 18

Síguenos en:  **Corferias**  **@CorferiasBogota**  **CorferiasBogota**

Carrera 37 No. 24 - 67 Bogotá, Colombia - Conm.: (571) 381 0000/30 Fax: (571) 428 2622 E-mail: info@corferias.com

CORFERIAS SE RESERVA EL DERECHO DE MODIFICAR ESTE CALENDARIO.

Última actualización 11 de octubre de 2012.

CAF
un aliado
estratégico de
**América
Latina**

Transformación
productiva

Inclusión
Educación

Fortalecimiento
institucional

Integración

Infraestructura

Sostenibilidad:
ambiental

Innovación

Generación
de conocimiento

CAF

BANCO DE DESARROLLO
DE AMÉRICA LATINA

www.caf.com

ARGENTINA / BRASIL / BOLIVIA / CHILE / COLOMBIA / COSTA RICA / ECUADOR / ESPAÑA / JAMAICA / MÉXICO
PANAMÁ / PARAGUAY / PERÚ / PORTUGAL / REPÚBLICA DOMINICANA / TRINIDAD Y TOBAGO / URUGUAY / VENEZUELA

Contenido

PROSPECTIVA ECONÓMICA

DIRECTOR EJECUTIVO

Leonardo Villar

SUBDIRECTOR

Juan Mauricio Ramírez

DIRECTOR DE ANÁLISIS MACROECONÓMICO
Y SECTORIAL

Jonathan Malagón

EDITOR PROSPECTIVA ECONÓMICA

Jonathan Malagón

ANALISTAS ECONÓMICOS

Alex Cañas

María Alejandra Peláez

Carlos Alberto Ruíz

Julio César Vaca

DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano

Formas Finales Ltda.

mconsuelolozano@hotmail.com

IMPRESIÓN

La Imprenta Editores S.A

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

laimprenta@etb.net.co | Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

ISSN: 1692-0341



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

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

1 ¿QUÉ HA PASADO EN 2012?

Pag 9

1. Entorno externo
2. Actividad económica reciente
3. Sector externo
4. Contexto fiscal
5. Contexto monetario

2 ACTIVIDAD PRODUCTIVA: SECTORES Y REGIONES

Pag 19

1. Evolución de la actividad productiva en el primer semestre de 2012
 - 1.1. Evolución sectorial
 - 1.2. Evolución por componentes de demanda
2. Percepción de los empresarios y consumidores
 - 2.1. Consumidores
 - 2.2. Comerciantes
 - 2.3. Industriales
3. Estimación de cierre de 2012
 - 3.1. Estimación estructural por el lado de la oferta
 - 3.2. Estimación estructural por el lado de la demanda
4. Prospectiva 2013-2016
 - 4.1. Escenario base
 - 4.2. Escenario alto
 - 4.3. Escenario bajo
 - 4.4. Proyecciones regionales 2012-2014

3 Sector financiero y variables monetarias

Pag 59

1. Diagnostico
 - 1.1. Tasa de intervención
 - 1.2. Tasa de captación y de colocación
 - 1.3. Inflación
 - 1.4. Agregados Monetarios
 - 1.5. Carteras de crédito
 - 1.6. Vulnerabilidad financiera
 - 1.7. Bolsa de Valores
2. Proyecciones
 - 2.1. Escenario Base
 - 2.2. Escenario Alto
 - 2.3. Escenario Bajo

4 SECTOR EXTERNO

Pag 79

1. Contexto internacional
2. Evolución reciente del sector externo colombiano
 - 2.1. Balanza de pagos
 - 2.2. Evolución de la tasa de cambio nominal y real
3. Proyecciones de la balanza de pagos 2012-2016
 - 3.1. Escenario base
 - 3.2. Escenarios Alto y bajo

5 POLITICA FISCAL

Pag 99

1. Balance Fiscal
 - 1.1. Sector Público Consolidado
 - 1.2. Sector Público No Financiero
 - 1.3. Sector Público Financiero
 - 1.4. Gobierno Nacional Central
 - 1.5. Expectativas Balance 2012
2. Ingresos
3. Gastos
 - 3.1. Ejecución presupuestal
4. Deuda
5. Proyecciones
 - 5.1. Escenario base
 - 5.2. Escenario alto
 - 5.3. Escenario bajo

6 RESUMEN PRONOSTICOS 2012-2016

Pag 113



MAESTRÍA EN ECONOMÍA

SNIES No. 53761

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

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

Diferenciadores académicos

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

Programas de becas

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



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

AVANZA CON ICESI

CARTA DE LOS EDITORES

Fedesarrollo ha liderado el análisis prospectivo de la economía colombiana durante las últimas décadas. Es así que año tras año, haciendo uso de sus encuestas y modelos económicos, ha provisto de información relevante y oportuna a los tomadores de decisiones empresariales y de política, ayudándoles con ello a mejorar sus niveles de acierto al minimizar la incertidumbre sobre el curso de la economía.

Es en este contexto que durante los tres últimos años Fedesarrollo ha logrado posicionar a PROSPECTIVA como la publicación líder sobre el futuro de la economía colombiana. Pero las complejidades de un mundo gobernado por la incertidumbre en los mercados financieros y sus colaterales efectos sobre la producción real, imponen nuevos desafíos sobre la labor de análisis y pronóstico económico, requiriendo un estudio mucho más cuidadoso de los fundamentales y la modernización y efectiva calibración del instrumental técnico para avizorar de mejor manera lo que ocurrirá en un futuro cercano. Así como compañías y productos se reinventan en respuesta a las nuevas necesidades de mercado, Fedesarrollo ha decidido relanzar su publicación de análisis macroeconómico, haciéndola más completa, compacta, sencilla de leer y con modelos de pronóstico que han sido revisados y mejorados.

La nueva PROSPECTIVA consta de seis capítulos. El primero de ellos está dedicado a resumir el desempeño de la economía colombiana como un todo en lo corrido de 2012. El capítulo 2 detalla la evolución del sector real, la percepción de los empresarios y de los consumidores y la proyección de la actividad productiva para el cierre del año y para el periodo 2013-2016, incluyendo el comportamiento de las regiones. El capítulo 3 revisa de manera profunda la evolución del sistema financiero y las variables monetarias, presentando igualmente pronósticos para los próximos 4 años. El capítulo 4 se encarga del sector externo y el capítulo 5 de las finanzas públicas, detallando lo ocurrido en 2012 y pronosticando su futuro desempeño. Finalmente, el capítulo 6 resume el ejercicio de prospectiva 2013-2016, que en los capítulos 2, 3, 4, y 5 es realizado para tres posibles atmósferas: un escenario base, uno al alza y uno a la baja. Finalmente, la nueva PROSPECTIVA 2012 incluye ocho notas económicas que desarrollan, de manera sencilla pero rigurosa, temas económicos de interés que complementan el contenido de los capítulos.

La publicación que usted tiene en sus manos viene acompañada de un servicio de asesoramiento económico, que consiste en atención personalizada a nuestros clientes de manera telefónica y presencial. Adicionalmente, otras publicaciones como Tendencia Económica y el Informe Mensual Macroeconómico estarán orientadas a complementar el alcance de Prospectiva, ofreciendo por primera vez un paquete de servicios donde la oferta institucional de Fedesarrollo se armoniza para brindarle la información que usted necesita en el momento que la requiere.



SOMOS PARTE DE LA RESPUESTA

Porque llevamos más de 120 años creciendo paso a paso con el país.
Un privilegio que nos llena de orgullo todos los días.

¿QUÉ HA PASADO EN 2012?

1. Entorno externo

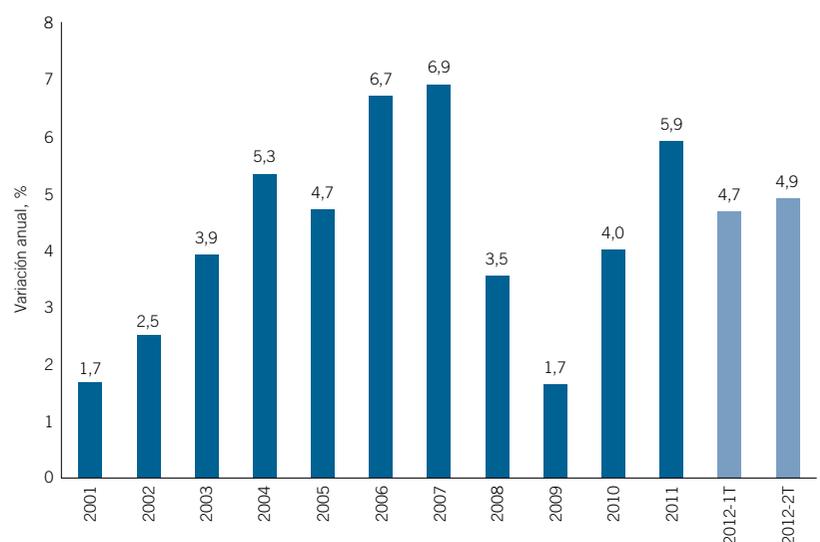
El 15 de septiembre de 2008 marcó una fecha muy importante para la economía mundial: la quiebra de Lehman Brothers. Con ella, se dio inicio a la que es considerada la peor crisis financiera desde la Gran Depresión en los años treinta. Pese a la desaceleración de la economía mundial en 2008, los efectos de este acontecimiento solo se sentirían un año después, cuando el PIB mundial se contrajo a una tasa del 0,6%, liderada por las economías desarrolladas cuyo decrecimiento fue del orden de 3,6% anual. A diferencia de dichas economías y de buena parte de los países emergentes, Colombia logró un crecimiento de 1,7% anual en 2009, cifra que resulta altamente favorable al compararla con el desempeño mundial. Desde entonces, la economía colombiana ha mostrado un importante dinamismo que le permitió consolidar tasas anuales de crecimiento de 4% en 2010 y de 5,9% en 2011 (Gráfico 1). En lo corrido de 2012 la economía se ha expandido a tasas del 4,7 y 4,9% durante el primer y segundo trimestre respectivamente.

Entretanto, la actividad económica mundial ha continuado con la tendencia mostrada durante el año 2011, en la cual se pueden apreciar dos ritmos de crecimiento disímiles. Por una parte, se evidencia la ausencia de una recuperación de las economías desarrolladas después de la crisis de los años 2007-2009. En Europa persiste la incertidumbre sobre la sostenibilidad de la deuda de distintos países, en particular Grecia y España, lo que ha derivado en una alta volatilidad fi-

nanciera y un ingente deterioro de la confianza. Las dimensiones del problema se incrementaron considerablemente una vez se conoció la exposición de otros países de la Zona Euro (ZE) a la posibilidad de default de la deuda, llevando a que los riesgos de una crisis financiera en la zona fueran incluso mayores. Como era de esperarse, la crisis ha tocado al sistema financiero español, hasta el punto que en mayo del presente año fue necesario que el gobierno de ese país anunciara una inyección monetaria y posteriormente la nacionalización de Bankia (primer banco español por negocio doméstico). Sin embargo, la crisis no se detuvo en ese punto y fue necesario que el gobierno español solicitara un rescate para su banca por 100.000 millones de euros.

Esta crisis llevó a que estos países adoptaran medidas importantes de austeridad para poder acceder al rescate solicitado a los miembros de la ZE. Entre las medidas más

Gráfico 1. Evolución PIB



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

importantes se encuentran la reducción de los salarios y del gasto en el sector público, el aumento de los impuestos y reformas en el régimen pensional. Estas medidas han generado un enorme malestar entre la población, llevando a múltiples protestas y manifestaciones, las cuales se han visto exacerbadadas por las altas tasas de desempleo presentes en la ZE, la cual se ubica en su máximo histórico de 11,6%, (siendo España y Grecia los que presentan las tasas más altas con 25,8 y 25,1% en septiembre).

Por su parte, la economía norteamericana ha sido incapaz de retomar su senda de crecimiento sostenido, aun con los estímulos económicos otorgados tras la crisis de 2008. Si bien el desempleo se ha reducido desde su máximo en octubre de 2009 (10%), en lo corrido del año esta reducción ha perdido dinamismo y se ha estancado en cifras entre 7,8 y 8,3%, lo cual ha llevado a la Reserva Federal (FED) a lanzar lo que se podría llamar una tercera expansión monetaria. En este caso en particular, la FED se comprometió a comprar la suma de 40.000 millones de dólares al mes en bonos respaldados en hipotecas (Mortgage Backed Securities-MBS) hasta que el mercado laboral muestre señales de que se está recuperando; así mismo se comprometió a mantener la tasa de intervención entre 0 y 0,25% hasta mediados de 2015. Estas medidas buscan imprimirle un mayor dinamismo al débil mercado laboral y de vivienda estadounidense.

De otra parte, las economías emergentes han mostrado ritmos de crecimiento superiores a los de las economías desarrolladas. Sin embargo, se han visto afectadas por la menor dinámica de las economías desarrolladas, lo cual ha resultado en un crecimiento menor que el registrado

en 2011. En conjunto estas economías crecieron 6,2%, es decir, 4,7 puntos porcentuales (pps) por encima del crecimiento de las economías desarrolladas. Es importante resaltar que las economías asiáticas en desarrollo, en particular China e India, continuarán teniendo el mayor aporte a la expansión de este grupo de economías.

El Fondo Monetario Internacional (FMI) espera, inclusive con una menor previsión de crecimiento de las economías desarrolladas, que China e India se expandan a tasas del 7,8 y 4,9% en 2012 y 8,2 y 6,0% en 2013, respectivamente. No obstante, como se mencionó anteriormente, los países en desarrollo no han estado al margen de los problemas de las economías desarrolladas y se encuentran en una situación muy diferente a la que experimentaban un año atrás. En este momento, tanto China como India han logrado controlar su tasa de inflación¹, dándole un mayor campo de acción a la política monetaria expansionista, para responder a la desaceleración que están experimentando (en el segundo trimestre China creció a una tasa de 7,6%).

2. Actividad económica reciente

Durante el primer semestre de 2012 la economía colombiana creció 4,8% respecto al mismo período de 2011. Este comportamiento se explica principalmente por el incremento del PIB público² a una tasa del 6% durante el primer semestre con crecimientos trimestrales de -0,1 y 9% (Gráfico 2) durante el primer y segundo trimestre.

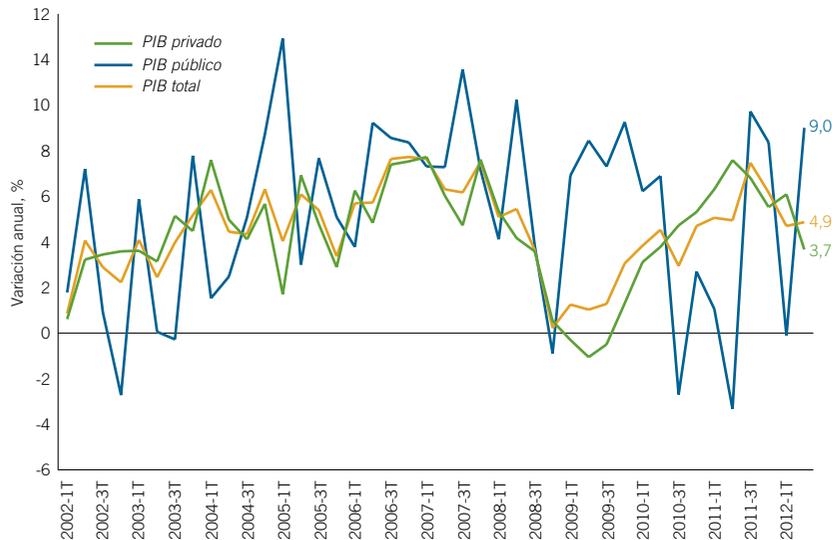
Por su parte, el PIB privado³ alcanzó un crecimiento de 4,8% durante el primer semestre pero mostró una des-

¹ La inflación en China se redujo de 6,1% en septiembre de 2011 a 1,9% en septiembre del presente año.

² El PIB público se calcula como la suma del consumo final del gobierno más la inversión en obras civiles.

³ El PIB privado se calcula como la diferencia entre el PIB total menos el PIB público.

Gráfico 2. Evolución PIB público y PIB privado



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

aceleración, al pasar de 6,1% en el primer trimestre a solo 3,7% en el segundo.

La desaceleración de la economía colombiana con respecto al ritmo que tenía en 2011 es consistente con lo que muestran las encuestas de Fedesarrollo. El Gráfico 3, panel A, muestra el comportamiento del índice de Confianza Comercial (ICCO), el cual se redujo durante el primer semestre del año, ubicándose en agosto en 21,6%, cifra que resulta inferior a la observada en igual mes de 2010 y 2011. No obstante, es importante resaltar que estos resultados se ubican en niveles superiores a los observados durante 2008 y 2009.

Por su parte el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) observado en lo corrido del año resulta superior al registrado para el mismo periodo entre los años 2008-2011 (Gráfico 3, panel B). Sin embargo en el tercer trimestre del año (julio-septiembre) registró un promedio inferior al reportado en 2010 y 2011 (22,1% frente a 33,8 y 25,1%). Por su parte el componente tendencial del Índice de Confianza Industrial (ICI), muestra una disminución desde agosto de 2011 (Gráfico 3, panel C).

3. Sector externo

La balanza de pagos colombiana de 2011, registró un déficit en la cuenta corriente de US\$10.302 millones lo cual equivale a 3% del PIB (Gráfico 4), el cual estuvo financiado con creces por un superávit de la cuenta de capital y financiera de US\$13.494 millones (4% del PIB), mostrando un incremento de US\$1.766 millones al compararlo con el del año 2010. Esta dinámica permitió que se acumularan reservas por la suma de US\$3.744 millones (3,9% del PIB).

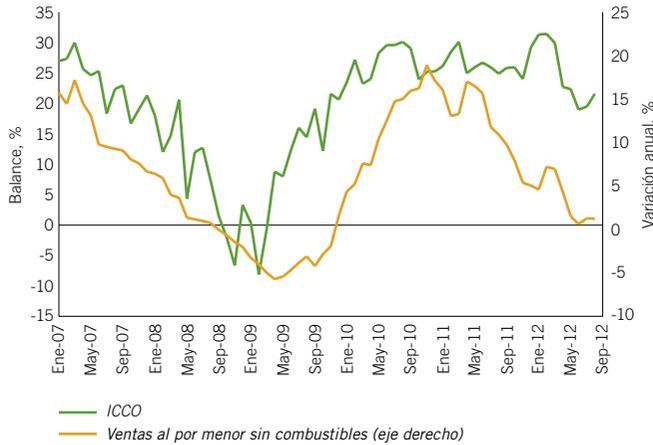
Al analizar los resultados del primer semestre de 2012 se observa que la cuenta corriente registró un déficit de US\$4.806 millones mostrando un aumento de US\$925 millones, pasando de representar el 2,4 al 2,7% del PIB (Cuadro 1). Este incremento se explica principalmente por el incremento de los egresos por concepto de importaciones de bienes y servicios y por giro de utilidades de las empresas extranjeras a sus casas matrices. A su vez la cuenta de capital y financiera mostró un superávit de US\$6.747 millones (3,8% del PIB), superior en US\$886 millones al observado un año atrás. Este es explicado por el mayor dinamismo de la inversión extranjera directa neta (IED) la cual pasó de US\$4.940 millones en el primer semestre de 2011 a US\$7.715 millones en igual periodo de 2012. Por último la acumulación de reservas internacionales fue de US\$2.204 millones, alcanzando un máximo histórico de US\$34.272 millones.

4. Contexto fiscal

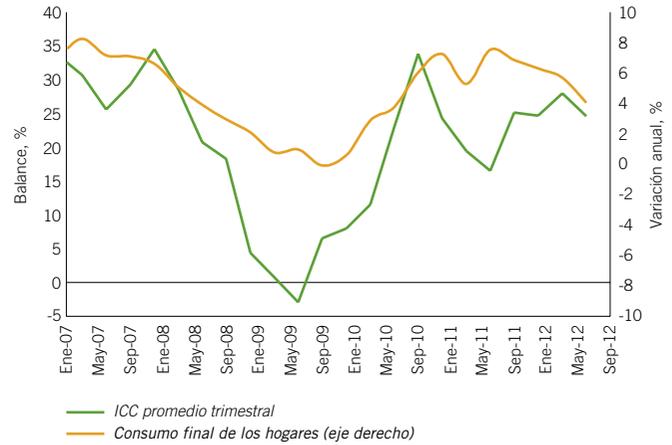
En 2011 hubo una mejora importante en el resultado fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC). Esta mejora respondió al favorable comportamiento de los ingresos del Gobierno, los cuales crecieron 25,7% y ascendieron a 15,3% del PIB (Gráfico 5) frente al 13,8% observado en 2010. Por su

Gráfico 3. Índices de Confianza de Fedesarrollo

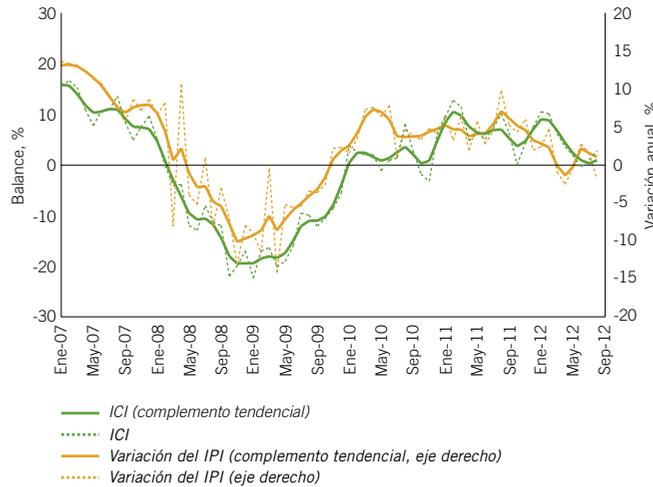
A. Índice de Confianza Comercial (ICCO) y ventas al por menor



B. Índice de Confianza del Consumidor (ICC) y consumo final de los hogares



C. Índice de Confianza Industrial y producción industrial (ICI)



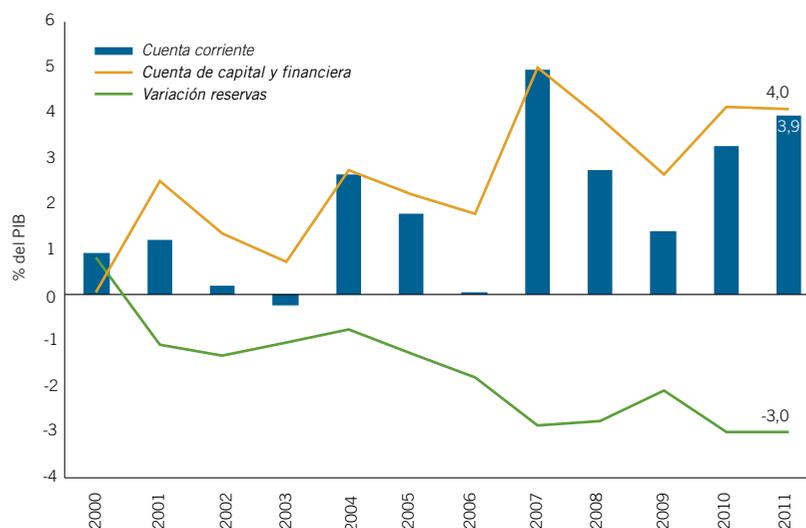
Fuente: EOE, EOC - Fedesarrollo y DANE.

parte los gastos presentaron un ligero aumento de 0,4% del PIB, cerrando el año en 18,1% del PIB. Esta dinámica condujo a una reducción importante del déficit del GNC, de 3,9 a 2,8% del PIB, resultado que es 1,1% del PIB inferior a la meta planteada por el Gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2011 (MFMP).

Dicho comportamiento se vio favorecido por el buen desempeño de los ingresos tributarios los cuales crecieron 25,5%. A su vez los impuestos administrados por la DIAN⁴ aumentaron un 25,8% con respecto a lo logrado durante 2010; esta dinámica se explica principalmente por: i) mayores ingresos provenientes del impuesto de renta en es-

⁴ Estos representan el 98% de los ingresos tributarios, los cuales a su vez representan el 89% de los ingresos del GNC.

|| Gráfico 4. Evolución de la cuenta corriente, la cuenta de capital y la variación de las reservas internacionales



Fuente: Banco de la República.

|| Cuadro 1. Resumen de la balanza de pagos

Millones de dólares	2011	2011 (% PIB)	2011-S	2011-1S (% del PIB)	2012-1S	2012-1S (% del PIB)
Cuenta Corriente	-10.032	-3,0	-3.881	-2,4	-4.806	-2,7
Balanza de Bienes	5.509	1,7	2.887	1,8	3.351	1,9
Balanza de Servicios	-4.647	-1,4	-1.997	-1,2	-2.492	-1,4
Rentas	-15.831	-4,7	-7.013	-4,3	-7.968	-4,5
Transferencias	4.938	1,5	2.242	1,4	2.302	1,3
Cuenta de Capital y Financiera	13.494	4,0	5.861	3,6	6.747	3,8
IED neta	5.546	1,5	4.940	3,1	7.715	4,3
Cartera neta	6.670	2,0	2.149	1,3	1.135	0,6
Préstamos netos	1.953	0,6	-165	-0,1	-1.189	-0,7
Otros flujos financieros	-675	-0,2	-1.062	-0,7	-913	-0,5
Variación de Reservas	3.744	1,1	2.434	1,5	2.204	1,2
Nivel de reservas	32.303	10,0	31.204	19,3	34.272	19,3

Fuente: Banco de la República.

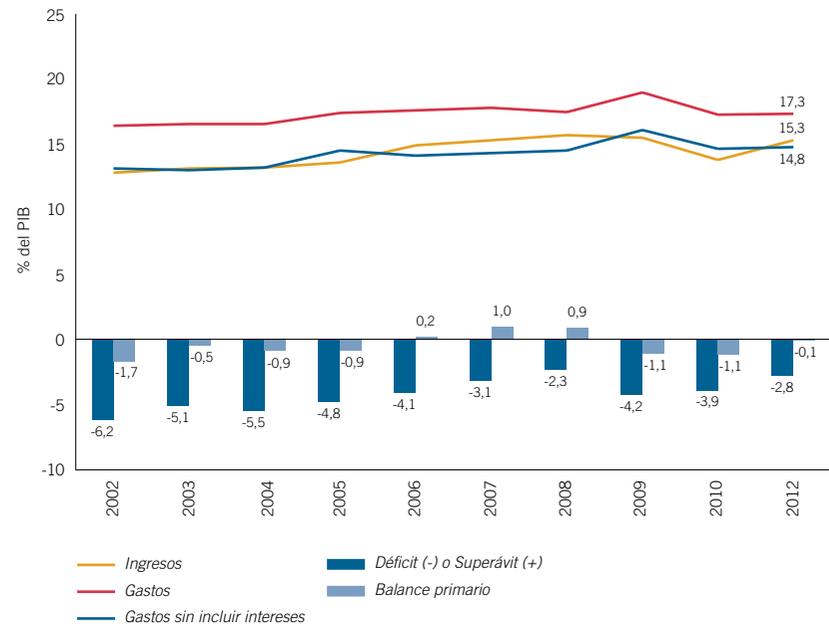
pecial los asociados a la actividad petrolera; y ii) el buen dinamismo de la economía a pesar de la turbulencia internacional por los efectos de la crisis de los países de la Zona Euro.

El resultado fiscal del Sector Público Consolidado (SPC) para 2011 fue 2,0% del PIB (\$12,6 billones), siendo este inferior a la meta proyectada en el MFMP de 2011, en el cual se estimaba un déficit de 3,4% del PIB. A su vez este se encuentra 1,3 pps del PIB por debajo del registrado en 2010. Lo anterior se debe al buen resultado del Sector Público No Financiero (SPNF), el cual pasó de un déficit de 3,1% del PIB a un déficit de 1,8% del PIB. Asimismo el GNC redujo su déficit al pasar de 3,9 a 2,8% del PIB y su déficit primario se redujo de 1,1 a 0,1% del PIB en 2011 con respecto a 2010. Por su parte

las entidades que conforman el Sector Público Financiero (SPF) no tuvieron un desempeño tan bueno como las del SPNF: el Banco de la República tuvo un déficit de \$45 mil

millones mientras Fogafín registró un superávit de \$76 mil millones. En 2010 obtuvieron superávits de \$223 y \$426 miles de millones respectivamente (Cuadro 2).

II Gráfico 5. Evolución del balance del GNC



Fuente: Banco de la República y MHCP.

II Cuadro 2. Cierre Fiscal Sector Público Consolidado

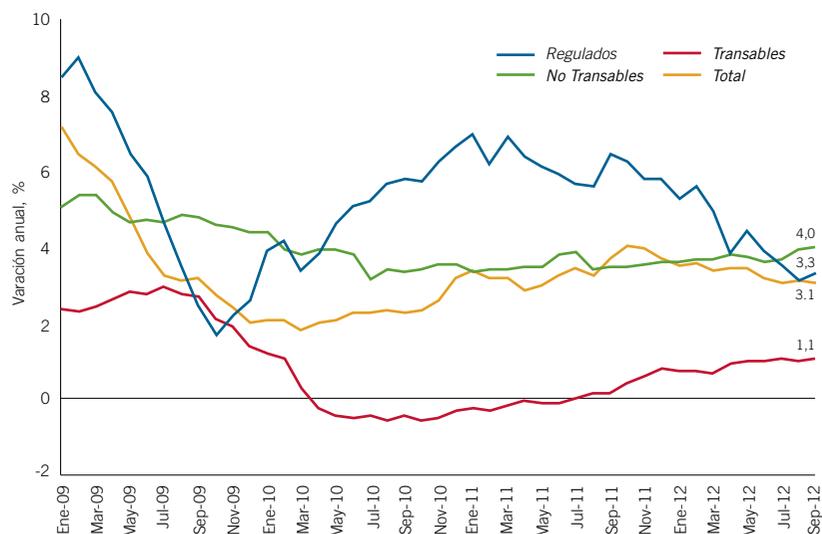
	2010 Billones de pesos	2010 %PIB	2011 Billones de pesos	2011 %PIB
Sector Público No Financiero	-16,9	-3,1	-11,3	-1,8
Gobierno Nacional Central	-21,0	-3,9	-17,5	-2,8
Balance Primario	-6,2	-1,1	-0,7	-0,1
Sector Descentralizado	4,1	0,8	6,2	1,0
Balance cuasifiscal del Banco de la República	0,2	0,0	0,0	0,0
Balance de Fogafín	0,4	0,1	0,1	0,0
Costo de la Reestructuración Financiera	-0,4	-0,1	-0,3	0,0
Discrepancia Estadística	-1,1	-0,2	-1,0	-0,2
Balance del sector público consolidado	-17,7	-3,3	-12,6	-2,0

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (MHCP).

5. Contexto monetario

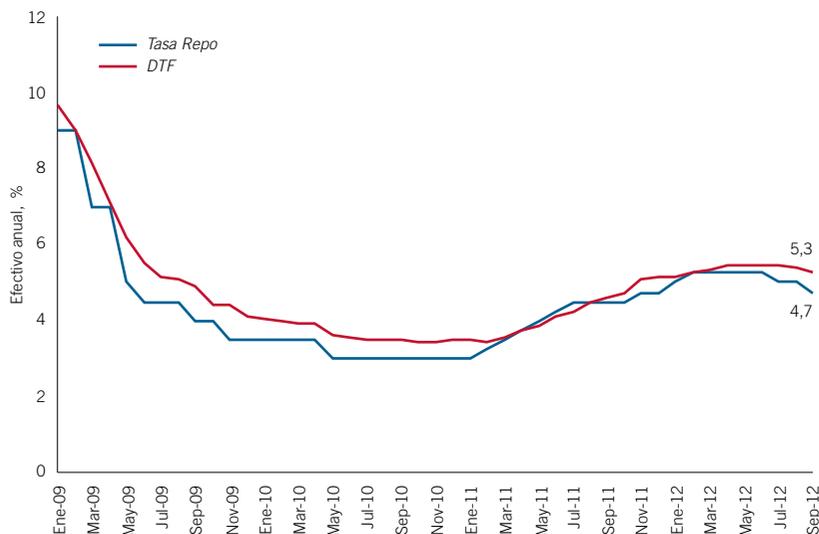
A principios del año 2012, la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) enfrentó una verdadera encrucijada, pues existían factores señalando que debía continuar la senda ascendente de la tasa de interés de referencia, así como otros que apuntaban en dirección opuesta. Por una parte, la incertidumbre sobre la forma como se resolverían los problemas fiscales y financieros de algunos países de la Zona Euro motivaba a mantener inalterada la tasa de intervención. Esto hacía imposible que se descartara un escenario con un frente externo verdaderamente adverso para Colombia en el año 2012. Otro elemento que apoyaba una pausa en los movimientos de la tasa de interés tenía que ver con la inflación. Cuando se analizaba los componentes de esta (Gráfico 6) se podía observar que todos estos estaban en el rango meta o habían experimentado importantes reducciones en los meses anteriores. Asimismo es importante destacar que desde

Gráfico 6. Inflación por componentes



Fuente: DANE.

Gráfico 7. Tasa Repo y DTF nominal



Fuente: Banco de la República.

enero de 2010 las expectativas de inflación se encontraban bien ancladas dentro del rango meta. En la encuesta de expectativas de inflación del Banco de la República de enero, estas se ubicaron en 3,5% para diciembre de 2012. De otra parte, entre los factores que podrían propiciar la reanudación del ciclo alcista de tasas de interés figuraban la evolución de la tasa de cambio, el gran dinamismo del crédito y un posible recalentamiento de la economía. Finalmente, la JDBR incrementó en sus reuniones de enero y febrero la tasa en 25 puntos básicos (pbs), ubicándola en 5,25%. Después de cuatro meses de pausas, el BR se vio en la necesidad de usar nuevamente su instrumento de política monetaria frente a la posibilidad de una desaceleración de la economía más profunda de lo esperado, así como una disminución importante en la dinámica del crédito; esto sumado a los ya conocidos problemas de la ZE y a la debilidad del mercado laboral y de vivienda estadounidenses llevó a la JDBR a bajar la tasa hasta llegar a los niveles actuales de 4,75% (Gráfico 7).

CONSTRUIMOS FUTURO
CON LA FUERZA QUE HACE PAÍS.
EN LA CONSTRUCCIÓN COMO EN LA VIDA,
LO QUE IMPORTA ES LO QUE VA POR DENTRO.



Parque Biblioteca León de Greiff - La Ladera - Medellín

En Argos seguimos trabajando por nuestro país
con el optimismo, la confianza y la solidez que hacen
que las obras permanezcan en el tiempo.

Ingresa ya a nuestro blog:



Argos. Luz Verde.





UNIVERSIDAD CENTRAL

Facultad de Ciencias Administrativas, Económicas y Contables

Pregrados

- **Administración de Empresas**
SNIES 1173
- **Contaduría Pública***
SNIES 15702
- **Economía**
SNIES 15706
- **Mercadología**
SNIES 1172

Posgrados

- **Especialización en Auditoría y Control**
SNIES 9425
- **Especialización en Ciencias Tributarias**
SNIES 1176
- **Especialización en Gerencia Estratégica de Costos**
SNIES 53963
- **Especialización en Revisoría Fiscal**
SNIES 4821
- **Maestría en Gestión de Organizaciones**
SNIES 91499

* Programa con acreditación de alta calidad

La Universidad Central es una institución de educación superior sujeta a inspección y vigilancia por el Ministerio de Educación Nacional



Matrículas abiertas

Admisiones Bogotá
326 6826

Dirección electrónica
admission@ucentral.edu.co

**Línea gratuita
nacional**
01 8000 912 534

Sede Centro
Carrera 5 N.º 21-38.
Bogotá, D. C.
PBX: 323 98 68

Sede Norte
Carrera 15 N.º 75-14.
Bogotá, D. C.
PBX: 326 68 20

Síguenos:



www.ucentral.edu.co

ESCUELA DE POSGRADOS UNIVERSIDAD AUTÓNOMA DE OCCIDENTE



Facultad en **CIENCIAS ECONÓMICAS Y ADMINISTRATIVAS**

• Maestrías

- Maestría en Administración de Empresas
- Maestría en Economía

• Especializaciones

- Especialización en Finanzas
- Especialización en Mercadeo

- ✓ Grupos de investigación que soportan el desarrollo académico de los programas.
- ✓ Modernos laboratorios equipados para aplicación de prácticas.
- ✓ Cuerpo académico con doctorado y maestría de prestigiosas universidades, con alta trayectoria profesional, docente e investigativa.
- ✓ Posibilidad de seleccionar electivas o énfasis, en temas de interés particular.

Universidad Autónoma de Occidente - Cali

Informes: PBX (2) 318 8000 / Exts. 11190 y 11198

Línea gratuita 01 8000 913435

admisionpostgrado@uao.edu.co

www.uao.edu.co



ACTIVIDAD PRODUCTIVA: SECTORES Y REGIONES

1. Evolución de la actividad productiva en el primer semestre de 2012

La economía colombiana registró una expansión en su PIB real de 4,87% anual en el segundo trimestre del 2012. Este incremento en la actividad productiva es similar al presentado en el mismo periodo un año atrás, cuando la economía nacional alcanzó una tasa de crecimiento anual de 4,94%. Este resultado superó con creces la expectativa promedio de los analistas del mercado, quienes, de acuerdo con Bloomberg, esperaban un crecimiento del orden de 4,2% anual, cerca de 70 pbs por debajo del efectivamente presentado. Con esta sorpresiva expansión del PIB, la economía colombiana consolida una tasa de crecimiento del 4,8% para el primer semestre de 2012, por encima del 4,4 - 4,5% esperado por los analistas. Un análisis detallado de los resultados del PIB muestran una recomposición en términos sectoriales y de fuerzas de demanda.

1.1. Evolución sectorial

1.1.1. Diagnóstico General

La lectura que emerge del análisis del crecimiento del PIB por el lado de la oferta es la de una economía liderada por la minería, la construcción y los servicios financieros, con una importante pérdida de protagonismo de los sectores industrial, agrícola y comercial.

Al analizar el comportamiento sector por sector, se encuentra una dinámica altamente disímil en los componentes de la oferta. Solo uno de los nueve sectores re-

gistra contracciones durante el primer semestre del año: la industria manufacturera, mientras que el sector minero y la construcción crecen por encima de 6% (Gráfico 8).

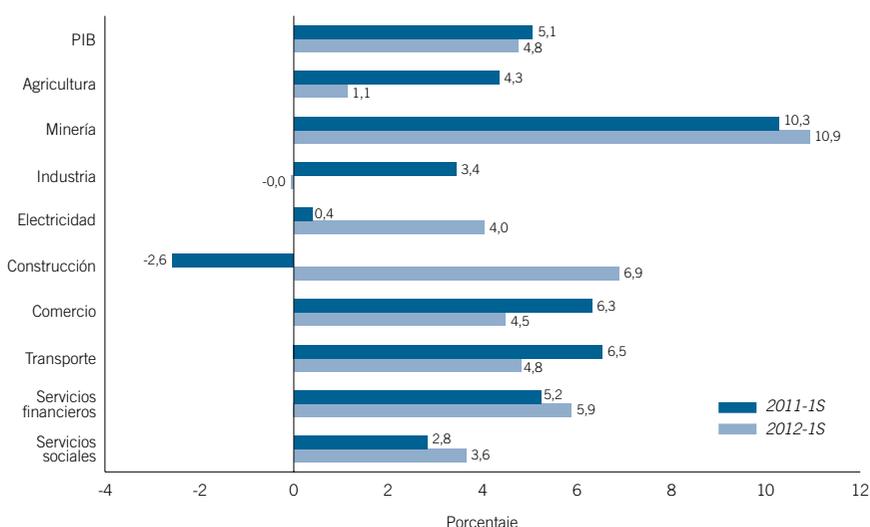
1.1.2. Comportamiento de los sectores

1.1.2.1. Construcción

La construcción, que en el primer semestre de 2011 mostró una contracción superior al 2,5% anual, mostró una recuperación durante el primer semestre de 2012 que lo llevó a tasas de crecimiento de 6,9% anual. La expansión agregada del sector se compone de un aumento en la construcción de edificaciones de 9,7% anual y un crecimiento en la actividad de obras civiles de 6,4% (Gráfico 9).

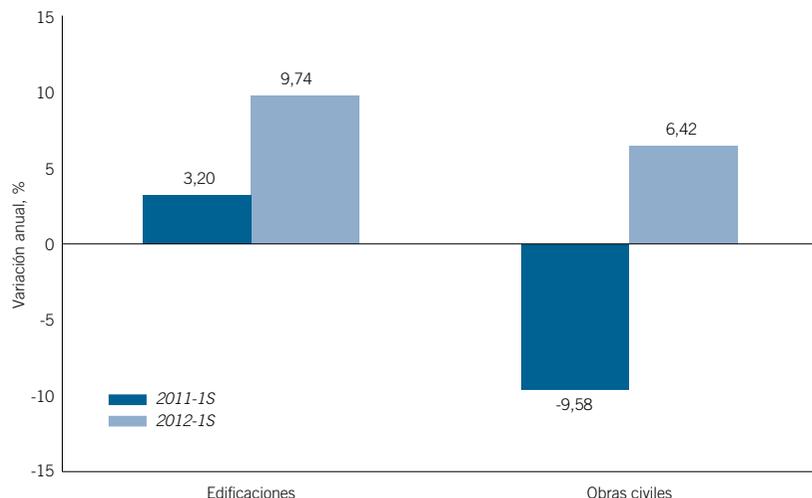
La mejora en el dinamismo del valor agregado del sector en el primer semestre estuvo liderada por el comportamien-

Gráfico 8. Crecimiento del PIB por componentes de oferta



Fuente: DANE.

Gráfico 9. Construcción por subsectores



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

to del segundo trimestre de 2012, cuando se registró un crecimiento de 18,4% respecto al mismo periodo de 2011. Este resultado obedeció, a su vez, a un incremento en el PIB de edificaciones de 16,2% anual y al crecimiento de obras civiles de 20,9% anual.

1.1.2.2. Explotación de minas y canteras

Este sector se consolida como la gran locomotora de la economía colombiana. La dinámica del sector durante el primer semestre de 2012 lo llevó a consolidar un crecimiento en el valor agregado de 10,8% con relación al mismo periodo en 2011. Esta expansión se explica por el sostenido aumento en el valor agregado del subsector de petróleo crudo (7,9%), gas natural (14,1%), carbón (14,5%) y el subsector de minerales metálicos (33,7%).

Entre estos últimos, se destaca el aumento de la producción de hierro en 75%, de níquel en 72,6% y de oro 13,5%;

mientras que la producción de platino y plata exhibe una caída del orden de 14,9% anual.

Para el subsector de minerales no metálicos, cuyo crecimiento agregado fue de 8% anual, se destaca el incremento de 12,1% anual en la producción de rocas y materiales utilizados en la construcción 12,1%, en línea con el buen desempeño de las edificaciones y obras civiles (Gráfico 10).

1.1.2.3. Agropecuario, silvicultura, caza y pesca

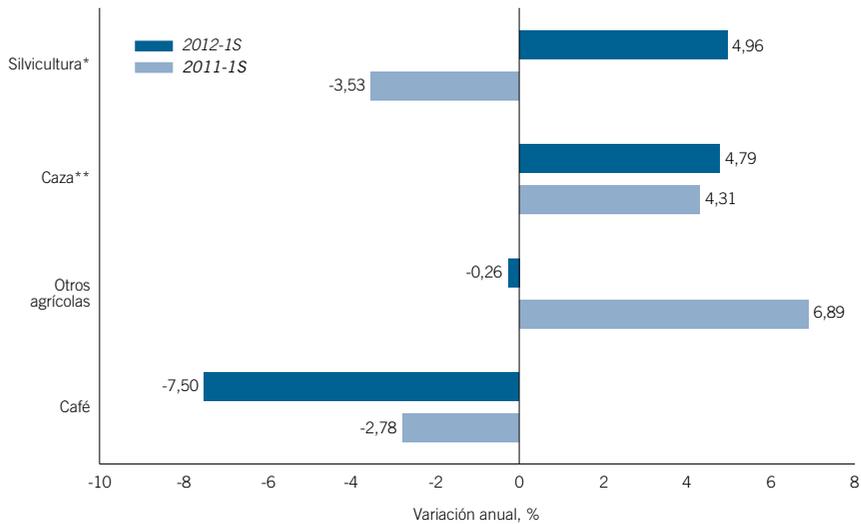
El sector exhibió durante el primer semestre de 2012 un tímido crecimiento del valor agregado de 1,2%, en comparación al mismo periodo en 2011. Esta variación da cuenta de un crecimiento en la producción de los subsectores de animales vivos en 4,8% y de silvicultura, extracción de madera y pesca en 5,0%; lo cual contrasta con la disminución en la producción de café en 7,5% y otros productos agrícolas en 0,3% (Gráfico 11). En general, se

Gráfico 10. Explotación de minas y canteras por subsectores



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

|| Gráfico 11. Agropecuario, silvicultura, caza y pesca por subsectores



* Silvicultura, extracción de madera y pesca.
 ** Producción pecuaria y caza.
 Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

puede afirmar que el desempeño negativo del agro anuló gran parte de la expansión presentada en madera y en el subsector pecuario.

1.1.2.4. Industria manufacturera

Luego de un pobre desempeño en el primer trimestre de 2012, donde la tasa de crecimiento de la industria fue de tan solo 0,2% anual, el segundo trimestre de 2012 consolida el mal momento de la industria exhibiendo una contracción anual de 0,6%. El resultado agregado para el primer semestre es de un decrecimiento anual de 0,2%.

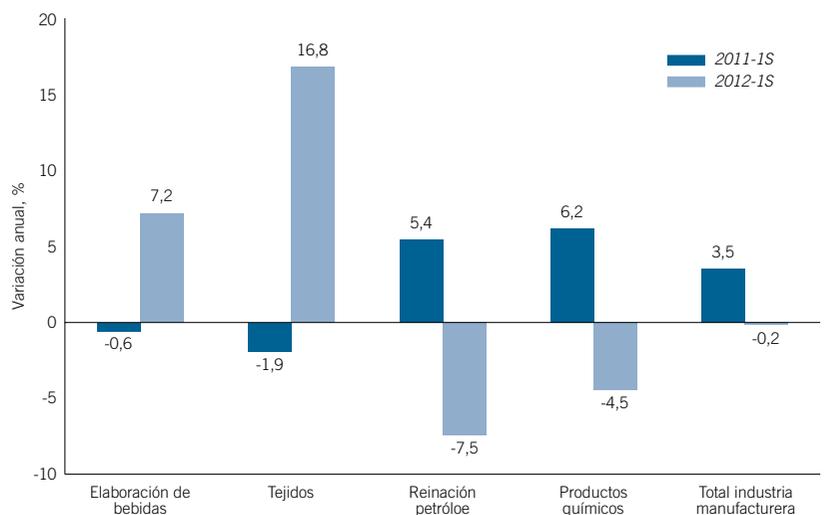
Los sectores que mostraron expansión en el primer semestre de 2011 registraron una contracción anual en el mismo periodo en 2012. Es así como en los primeros seis meses del año en curso se registró un decrecimiento

en refinación del petróleo en un 7,5% y en la fabricación de sustancias y productos químicos en un 4,5% (Gráfico 12). Los subsectores de elaboración de bebidas y el de fabricación de tejidos y artículos de punto y ganchillo mostraron crecimientos anuales positivos, en niveles de 7,2% y 16,8%, respectivamente. Estos sectores venían de presentar decrecimientos del 0,6 y 1,9% anuales respectivamente en el mismo periodo un año atrás.

1.1.2.5. Suministro de electricidad, gas de ciudad y agua

La expansión del sector en el primer semestre del año 2012 fue de 4,0%, comparado respecto al mismo periodo del año 2011. Este comportamiento obedeció a incrementos relativamente homogéneos en cada uno de los subsectores, con un crecimiento del valor agregado de electricidad del 4,4% anual, gas de ciudad incrementándose a un ritmo del 3,0% anual y los servicios

|| Gráfico 12. Industria manufacturera por sectores



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

de acueducto, alcantarillado y aseo creciendo un 3,6% anual (Gráfico 13).

El segundo trimestre de 2012 fue menos dinámico que el primer trimestre del año, con una tasa de crecimiento de 3,6% anual que se compara de manera desfavorable frente al 4,4% anual registrado en los primeros tres meses del año.

1.1.2.6. Comercio, reparación, restaurantes y hoteles

El incremento del valor agregado del sector durante el primer semestre de 2012 fue 4,5% respecto al mismo periodo en 2011. Este resultado se descompone en un crecimiento del comercio de 4,4% anual, de los servicios de reparación de 4,0% anual y de los servicios de hotelería y restaurantes de 5,2% anual (Gráfico 14).

1.1.2.7. Transporte, almacenamiento y comunicaciones:

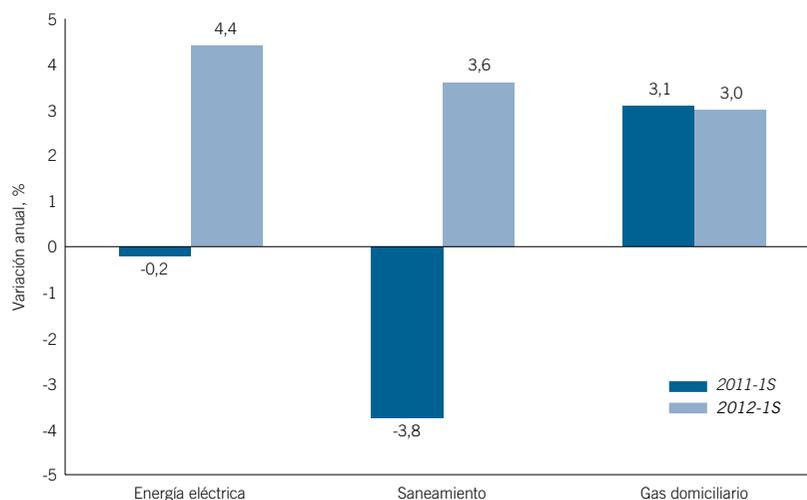
En el periodo acumulado entre enero y junio de 2012, el valor agregado del sector transporte, almacenamiento y comunicaciones exhibió un incremento de 4,8%, comparado con el mismo periodo del año anterior.

Los subsectores de mayor dinamismo fueron el de servicios de transporte aéreo y el de actividades complementarias y auxiliares al transporte, cuyos crecimientos anuales alcanzaron 8,8 y 6,7% respectivamente. Por su parte, los subsectores de mayor peso, el de servicios de transporte terrestre y el de servicios de correo y telecomunicaciones, mostraron crecimientos de 4,4 y 4,2% respectivamente (Gráfico 15).

1.1.2.8. Servicios sociales, comunales y personales

La tasa de crecimiento anual en el valor agregado del sector fue de 3,7% en el primer semestre del año. El subsector

Gráfico 13. Suministro de electricidad, gas de ciudad y agua por subsectores



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

de mayor dinamismo fue el compuesto por los servicios de administración pública y defensa; servicios de seguridad social de afiliación obligatoria y servicios de educación de no mercado; el cual creció al 4,1% anual. El menos dinámico fue el de servicios domésticos, que registró una tasa anual de crecimiento de 2,1% (Gráfico 16).

1.1.2.9. Servicios de intermediación financiera y conexos, inmobiliarios y otros servicios empresariales

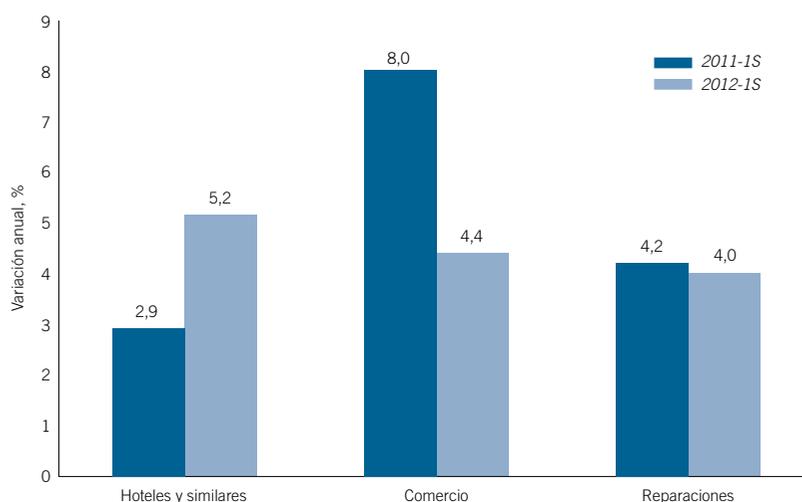
Este sector fue uno de los más dinámicos de la economía colombiana en el primer semestre del año. En efecto, el crecimiento en su generación de valor agregado fue de 5,9% anual, convirtiéndose en el tercero de mayor crecimiento luego de la minería y la construcción.

El saludable crecimiento presentado en el primer semestre del año viene liderado por el incremento en la producción de los servicios de intermediación financiera, seguros y servicios conexos, cuyo crecimiento agregado fue de 12,5% anual (Gráfico 17). Lo anterior es consistente con el buen desempeño financiero de las entidades del sector, las cua-

les, de acuerdo a datos de la Superintendencia Financiera, registraron un incremento en sus utilidades del 11,3% anual con corte al primer semestre del año, pasando de \$3,52 billones de pesos en junio de 2011 a \$3,91 billones de pesos en junio de 2012.

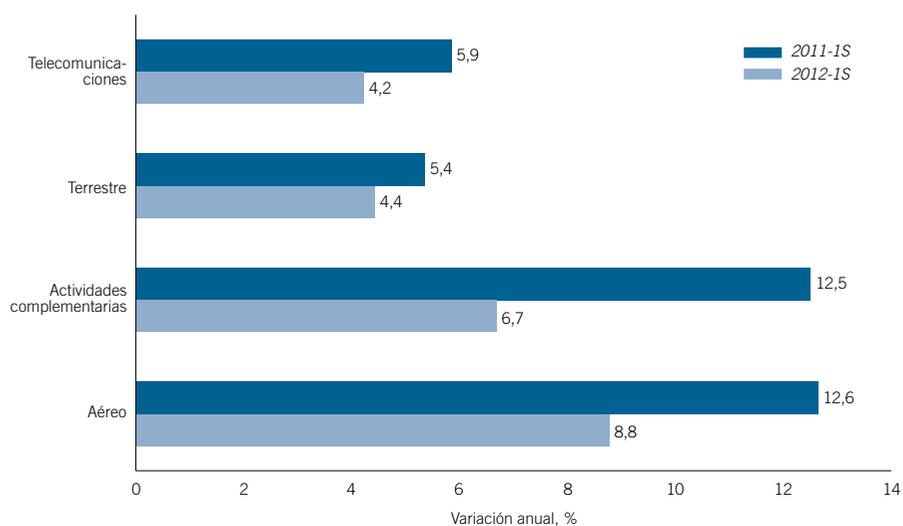
Por su parte, el subsector que agrupa los servicios inmobiliarios y de alquiler de vivienda creció un 3,0% anual en el primer semestre del año y el subsector de servicios prestados a las empresas, excepto financieros e inmobiliarios, lo hizo a un 5%.

|| Gráfico 14. Comercio, reparación, restaurantes y hoteles por subsectores



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

|| Gráfico 15. Transporte, almacenamiento y comunicaciones por sectores



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Recuadro 1. ¿Freno en la locomotora de vivienda?

El sector de la vivienda ha sido señalado por el Gobierno Nacional como uno de los más importantes y con mayor potencial para contribuir al crecimiento del PIB y a la reducción en las tasas de desempleo. Por ello, en el Plan Nacional de Desarrollo (PND) 2010-2014 se han trazado ambiciosas metas en esta materia, entre las cuales se destaca el objetivo capital de construir un millón de viviendas, el 60% de las cuales corresponden a Viviendas de Interés Social (VIS). Adicionalmente, se contempla la habilitación de 7 mil hectáreas de suelo urbano para VIS y el desembolso de 780 mil nuevos créditos para vivienda nueva y usada. El cumplimiento de la meta del millón de viviendas sugiere el desarrollo de 27 macro proyectos de vivienda en ciudades grandes e intermedias y la construcción de viviendas para las familias más afectadas por la emergencia invernal. De cumplirse estos objetivos, se consolidaría un incremento del 80% en viviendas construidas frente a lo logrado en el cuatrienio anterior.

El año 2011 fue particularmente bueno en términos del número de licencias aprobadas. En el Gráfico R1.1 se puede observar que durante 2011 esta variable alcanzó crecimientos anuales de hasta el 120%, promediando durante el año una variación del orden del 41%. Esta buena dinámica se ha visto reflejada en el desempeño del sector en lo corrido de éste año. En los primeros dos trimestres de 2012 creció 3,6 y 16,2% respectivamente, alcanzando un incremento de 9,7% anual durante el primer semestre, contribuyendo así de forma importante al crecimiento del PIB y del empleo.

No obstante, la dinámica más reciente del área licenciada genera gran preocupación. A partir de su variación máxima (120%) en mayo

de 2011 este ha venido disminuyendo (en parte debido a un efecto base) y en lo corrido del año, el área aprobada ha decrecido en términos anuales siete de los ocho meses. El dato más reciente muestra una contracción cercana al 2,5% y una caída del 22% en el periodo enero-agosto. Por su parte, otros indicadores como la producción y despacho de cemento también muestran una desaceleración importante e incluso crecimientos negativos.

En julio, por ejemplo, la variación anual de este indicador decreció 2,1% y se ubicó en agosto en 0,2%, mostrando una variación del año corrido del 3%. Esta dinámica es aun más preocupante en Bogotá, lugar donde se concentra el 23,9% del total del área aprobada y la cual ha decrecido cerca de 47% en lo corrido del año. Esta reducción se explica en gran medida por la baja disponibilidad de suelo, así como a las medidas planteadas por la administración local, la cual sugirió que los constructores tendrían que destinar un porcentaje de sus ganancias para subsidiar vivienda de interés prioritario al tiempo que pone límite a la expansión hacia el norte de la ciudad, haciendo con ello escasear aún más el suelo disponible. Como consecuencia de lo anterior, Bogotá es la que más contribuye de forma negativa (Gráfico R1.2) a la variación anual de las licencias aprobadas para vivienda como para el total.

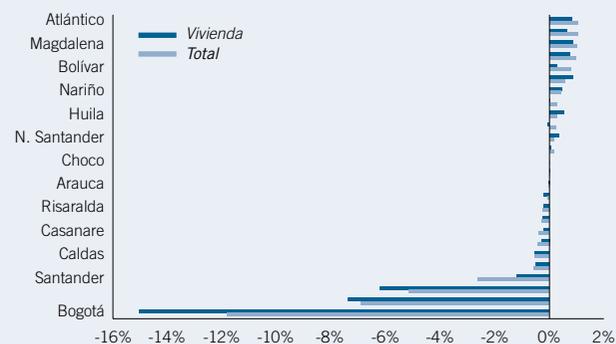
De no aplicar los correctivos necesarios para solucionar el problema de otorgamiento de licencias, principalmente en Bogotá, se pondría en peligro la meta del Gobierno del millón de viviendas, teniendo efectos importantes sobre el PIB, el empleo y los demás sectores que están encadenados a éste.

■ Gráfico R1.1. Área aprobada según licencias (88 municipios)



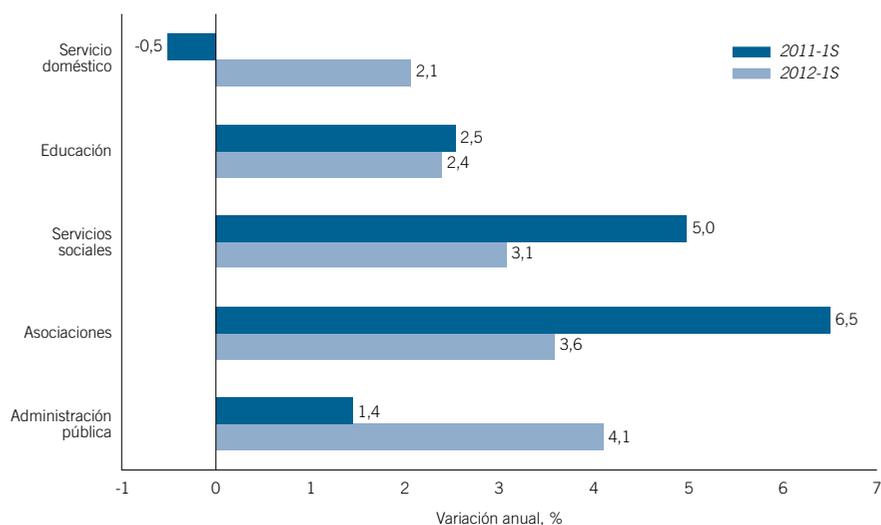
Fuente: DANE.

■ Gráfico R1.2. Contribución a la variación anual (Enero - agosto 2012/2011)

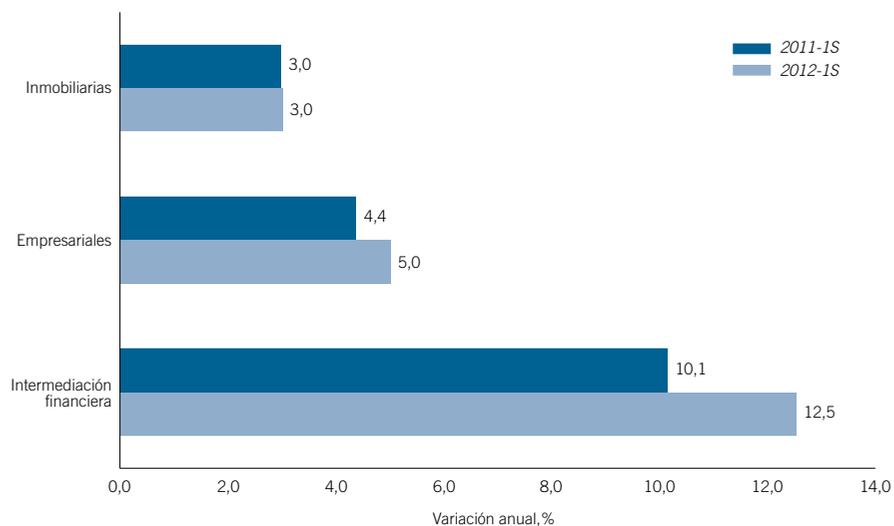


Fuente: DANE.

|| Gráfico 16. Servicios sociales comunales y personales por subsectores



|| Gráfico 17. Intermedicación financiera, inmobiliarias y otras actividades empresariales por subsectores



Fuentes: DANE y cálculos Fedesarrollo.

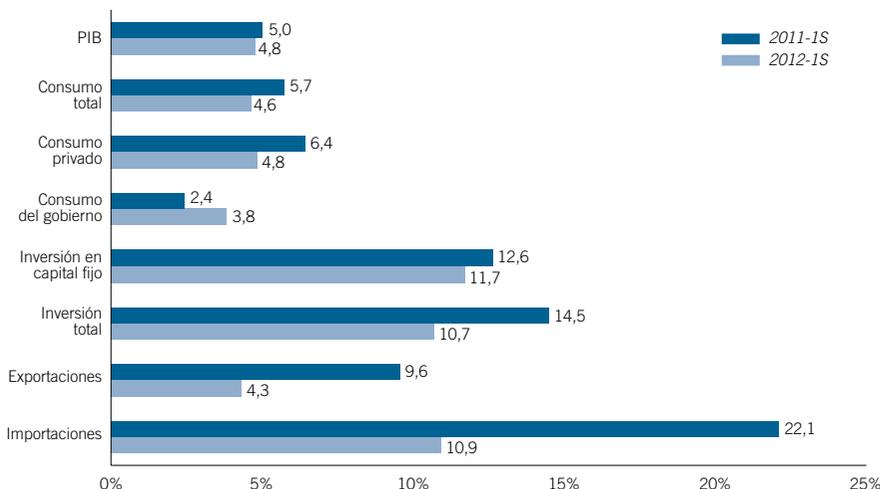
1.2. Evolución por componentes de demanda

1.2.1. Diagnóstico general

El análisis del crecimiento del PIB por el lado del gasto da cuenta de un país en el que los componentes de demanda

mostraron una desaceleración frente al crecimiento del primer semestre de 2011, en especial en lo referente al sector externo (Gráfico 18). El único rubro que mostró una tasa de crecimiento superior a la reportada en el mismo periodo un año atrás fue el consumo del Gobierno, aunque el dato sigue siendo inferior al crecimiento consolidado de

Gráfico 18. Crecimiento del PIB por componentes de demanda



Fuente: DANE.

la economía, en línea con la lenta ejecución presupuestal que típicamente muestra el Gobierno Central en el primer semestre de cada año.

1.2.2.1. Consumo privado

En el primer semestre de 2012 el consumo final interno de los hogares exhibió una variación de 4,8% comparado con el mismo periodo del año anterior. Lo anterior representa una desaceleración frente al dato de crecimiento del primer semestre de 2011, lo cual se explica en gran medida por la pérdida de dinamismo en el consumo de bienes durables.

El análisis del consumo final interno de los hogares por grado de durabilidad revela que su crecimiento en el primer semestre de 2012 se apalca en una expansión particularmente fuerte, del 8,7% anual, en el consumo de bienes semidurables. El consumo de bienes durables, que en 2011 tenía un dinamismo extraordinario, con un crecimiento superior

al 30%, creció solo 4% en el primer semestre de 2012 (Gráfico 19).

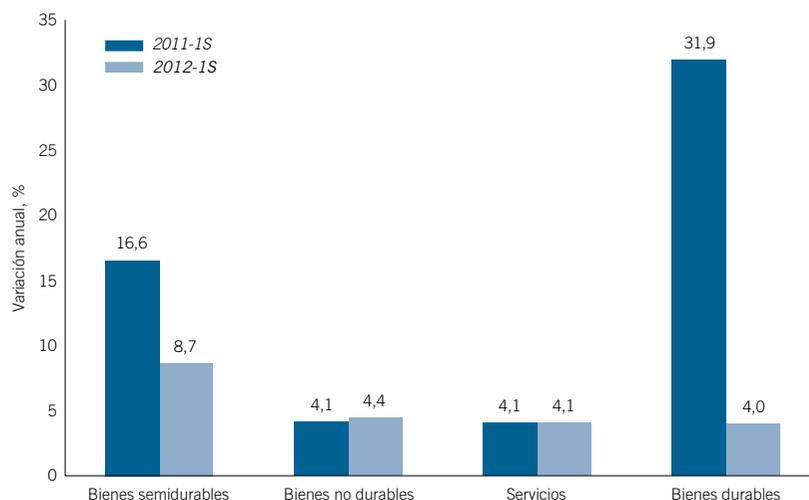
1.2.2.2. Consumo del Gobierno

El consumo del Gobierno creció un 3,8% durante el primer semestre de 2012. Lo anterior, sumado al crecimiento de 4,8% en el consumo privado, consolida un crecimiento del consumo total de 4,6% anual en los primeros seis meses del año.

1.2.2.3. Formación bruta de capital

La inversión total sigue creciendo a tasas saludables de dos dígitos. En efecto, al descontar el impacto de la variación de inventarios sobre la inversión total, se encuentra una formación bruta de capital fijo que se expande a un ritmo favorable de 11,7% anual, llevándola a representar un 27,4% del PIB en el primer semestre de 2012. Cabe mencionar que los modelos de proyección macroeconómica de capital incremental (ICOR) sugieren que

Gráfico 19. Consumo privado por componentes

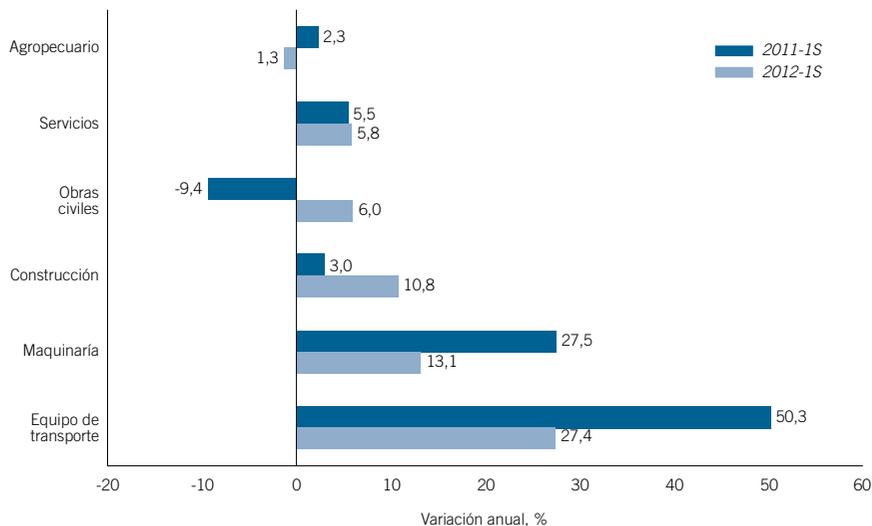


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

para la economía colombiana una tasa de inversión cercana al 30% del PIB es consistente con un crecimiento de largo plazo en el rango 4,8 a 5% anual.

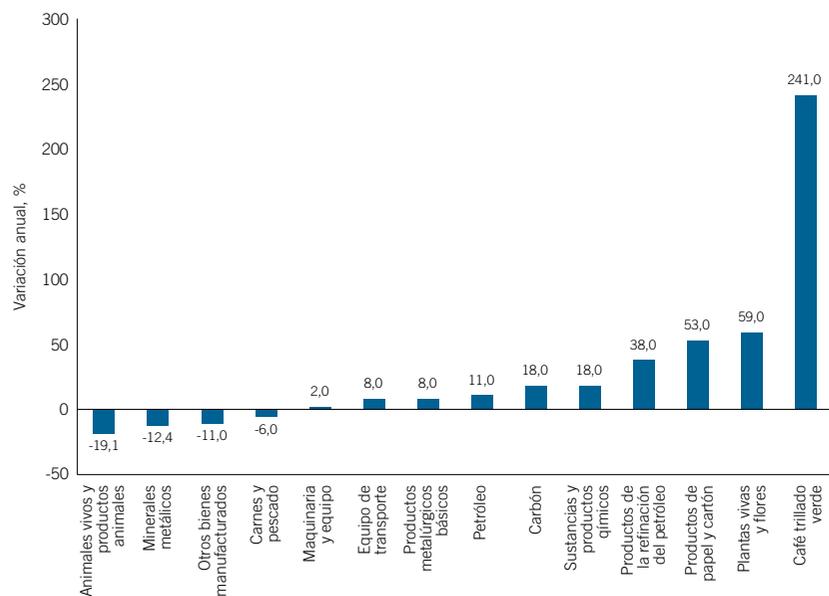
Al desagregar la inversión, se encuentra que la más dinámica fue la asociada a equipo de transporte, que exhibió un crecimiento de 27,4% (Gráfico 20). Las inversiones en maquinaria y equipo; en construcción y edificaciones mostraron igualmente tasas de crecimiento de dos dígitos, incrementándose al 13,1 y al 10,8% anual respectivamente. La formación bruta de capital fijo tanto en las obras civiles como en los servicios creció alrededor del 6% anual, mientras que la asociada al sector agropecuario, de silvicultura, caza y pesca decreció un 1,3%, en línea con el pobre desempeño del sector agropecuario.

|| Gráfico 20. Formación bruta del capital por componentes



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

|| Gráfico 21. Evolución del valor agregado de las exportaciones por componentes primer semestre



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

1.2.2.4. Exportaciones de bienes y servicios

En línea con la pérdida de dinamismo de la economía mundial y en particular de los destinos comerciales de los productos colombianos, las exportaciones presentaron un tímido crecimiento de 4,3% anual en términos reales durante el primer semestre del año 2012, lo cual sugiere una desaceleración en comparación con el crecimiento de 8,8% anual reportado en el mismo periodo del año anterior (Gráfico 21).

1.2.2.5. Importaciones de bienes y servicios

Tal como ocurre con el consumo interno de los hogares, las importaciones de Colombia se desaceleraron durante el primer semestre del año, pasando de tasas de crecimiento superiores al 20% en 2011 a incrementos cercanos al 10% en 2012. Es así como durante el primer semestre del año 2012, las importaciones crecieron 10,9% anual. Se destacan

los crecimientos anuales en la importación de productos de la refinación del petróleo (51,7%), de curtido y preparado de cueros (27,3%), de otra maquinaria y aparatos eléctricos (15,6%), de maquinaria y equipo (10,6%) y de equipo de transporte (9,5%) (Gráfico 22). Por su parte, se destaca la caída en las importaciones de trigo en grano en un -17,1% anual y las de artículos textiles excepto prendas de vestir en un -13,4%.

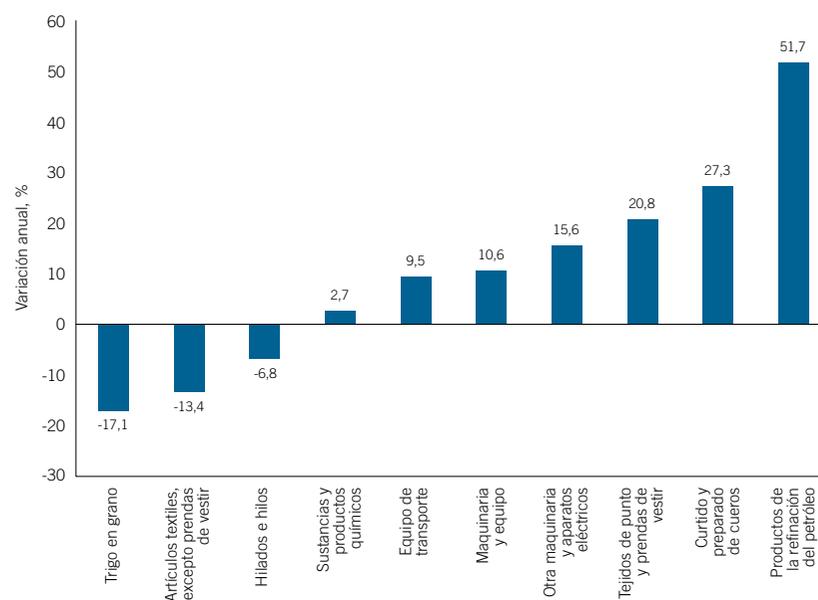
2. Percepción de los empresarios y consumidores

Tomando como base los resultados de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC) y la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE) que Fedesarrollo adelanta mensualmente, en la siguiente subsección se muestra la evolución de la percepción sobre la situación actual y las expectativas económicas de consumidores y empresarios del sector industria y comercio en las diferentes regiones del país. El uso de nuestras encuestas resulta de vital importancia para el análisis pues los índices construidos a partir de ellas anticipan de manera bastante precisa la eventual evolución de varios componentes de la actividad económica.

2.1 Consumidores

El Índice de Confianza del Consumidor refleja la percepción de la situación actual de los hogares y sus expectativas a

■ Gráfico 22. Evolución del valor agregado de las importaciones por componentes primer semestre



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

un año vista⁵. El ICC tiene dos componentes: el Índice de Condiciones Económicas (ICE)⁶ y el Índice de Expectativas del Consumidor (IEC)⁷. El ICC ha anticipado en gran medida el consumo de los hogares; desde el primer trimestre de 2002 la correlación entre el promedio móvil de orden 3 del índice y la variación anual en el consumo final de los hogares reportado por el DANE es de 0,82 (Gráfico 23).

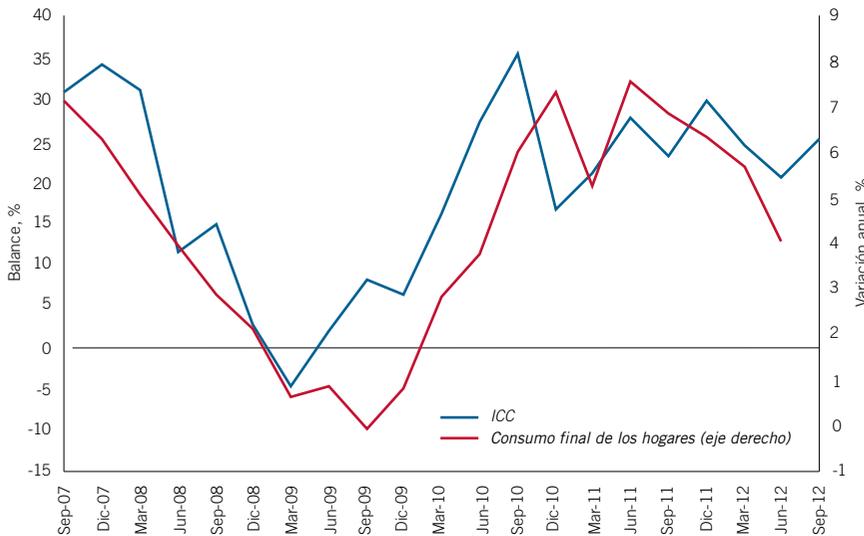
La confianza de los consumidores está fuertemente relacionada con el consumo final de los hogares. Cuando se toma el promedio anual del ICC observado en cada una de las cuatro

⁵ El ICC se calcula promediando los balances de cinco preguntas de la Encuesta de Opinión del Consumidor; el balance es la diferencia entre el porcentaje de encuestados que respondieron de manera positiva y quienes lo hicieron de manera negativa.

⁶ Las dos preguntas que componen el ICE son: ¿Cree usted que a su hogar le está yendo económicamente mejor o peor que hace un año? y ¿Cree usted que este es un buen momento para comprar cosas grandes como muebles y electrodomésticos? El ICE se obtiene de promediar los balances de estas dos preguntas.

⁷ El IEC está compuesto por los balances de tres preguntas que hacen referencia a: i) si el encuestado espera que dentro de un año a su hogar le vaya mejor o peor que hoy, ii) si vamos a tener buenos o malos tiempos económicamente en los próximos 12 meses y iii) si las condiciones del país en un año vista van a estar mejor o peor que ahora. El IEC resulta de promediar los tres balances.

Gráfico 23. Índice de Confianza del consumidor (ICC) y consumo final de los hogares



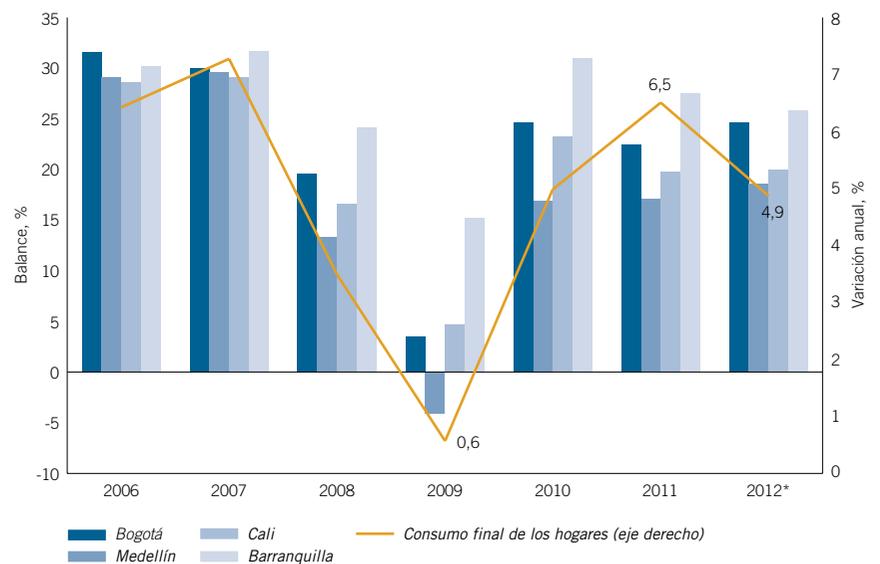
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor-Fedesarrollo y DANE.

En septiembre de 2012, la confianza de los consumidores a nivel nacional mostró una leve mejora respecto al nivel observado un año atrás. Si bien el ICC disminuyó 7,7 puntos desde enero para ubicarse en 25%, el balance de septiembre es 1,9 puntos superior al registrado hace un año. Por una parte, en septiembre y al igual que un año atrás, Bogotá reportó la mejor percepción en el ICE, mientras Barranquilla lo hizo en el de expectativas para los próximos 12 meses. Por otra parte, el IEC tuvo una mejora interanual en las cuatro ciudades donde se levanta la encuesta, pero el ICE empeoró en Medellín y se mantuvo estable en Bogotá y Barranquilla (Cuadro 3).

ciudades donde se recoge la encuesta y se compara con el crecimiento anual del consumo de los hogares (y por ende del PIB) se observa una alta correlación entre las dos series (Gráfico 24). En el 2009 cuando el crecimiento anual del consumo de los hogares se ubicó en 0,6%, el promedio de la confianza fue bastante bajo en relación con los años precedentes y se ubicó en niveles negativos solo en Medellín. La favorable evolución del consumo de los hogares en 2011 reflejó a su vez el comportamiento positivo anticipado del ICC. En lo que va corrido de 2012, el ICC revela un menor dinamismo en el consumo. En efecto, en el primer semestre de 2012 el crecimiento de este componente de la demanda fue 4,9% mientras hace un año se ubicó en 6,4%. A pesar de lo anterior, el promedio del ICC en los primeros tres trimestres del año en curso se compara favorablemente con el de los años precedentes.

Entre enero y septiembre de 2012, el ICC de Medellín ha mostrado el mayor deterioro, seguido por Barranquilla y Bogotá.

Gráfico 24. Índice de Confianza del Consumidor (ICC) por ciudades (promedio anual)



* Promedio del ICC entre enero y septiembre de 2012, el crecimiento del consumo de los hogares es el del primer semestre de 2012.
Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor-Fedesarrollo y DANE.

II Cuadro 3. Índice de confianza del consumidor (ICC), índice de expectativas del consumidor (IEC) e índice de condiciones económicas (ICE) por ciudades (*Balance, %*)

Ciudad/mes	ICC			IEC			ICE		
	Septiembre 2011	Agosto 2012	Septiembre 2012	Septiembre 2011	Agosto 2012	Septiembre 2012	Septiembre 2011	Agosto 2012	Septiembre 2012
Bogotá	27,8	18,4	30,2	25,3	24,5	29,4	31,5	9,3	31,3
Medellín	15,9	8,6	13,0	13,0	10,7	20,4	20,4	5,4	2,0
Cali	15,5	17,8	20,4	23,8	19,0	25,4	2,9	16,1	12,9
Barranquilla	25,4	40,1	31,9	30,0	45,6	40,9	18,4	31,8	18,5
Nacional	23,1	18,1	25,0	22,8	22,5	27,8	23,5	11,4	20,8

Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor-Fedesarrollo.

disminuyó 21,6 puntos, en Cali el menoscabo fue bastante leve, 0,28 puntos. No obstante, al hacer una comparación con el nivel observado en septiembre de 2011, se identifican mejoras con excepción de la capital antioqueña (Gráfico 25). Actualmente, el promedio del ICC observado en las cuatro ciudades en los primeros tres trimestres del año es superior al observado en el mismo periodo entre 2009 y 2011.

La EOC pregunta a sus encuestados si creen que este es un buen momento para comprar vehículo, vivienda y muebles o electrodomésticos. En septiembre, solo el balance de la disposición para comprar vehículo, mejoró respecto a lo reportado un año atrás al pasar de 14,4 a 25,2% en 2012. Por su parte, el balance sobre la disposición a comprar vivienda pasó de 41,8 a 34,5% mientras la de comprar bienes durables sufrió una reducción de 8,3 pps (pasando de 35,5 a 27,2%) (Gráfico 26). Desde enero de 2006, la correlación entre la evolución de la venta de vehículos mensual reportada por Econometría S.A y el balance de la disposición a comprar vehículos de la EOC es 0,56.

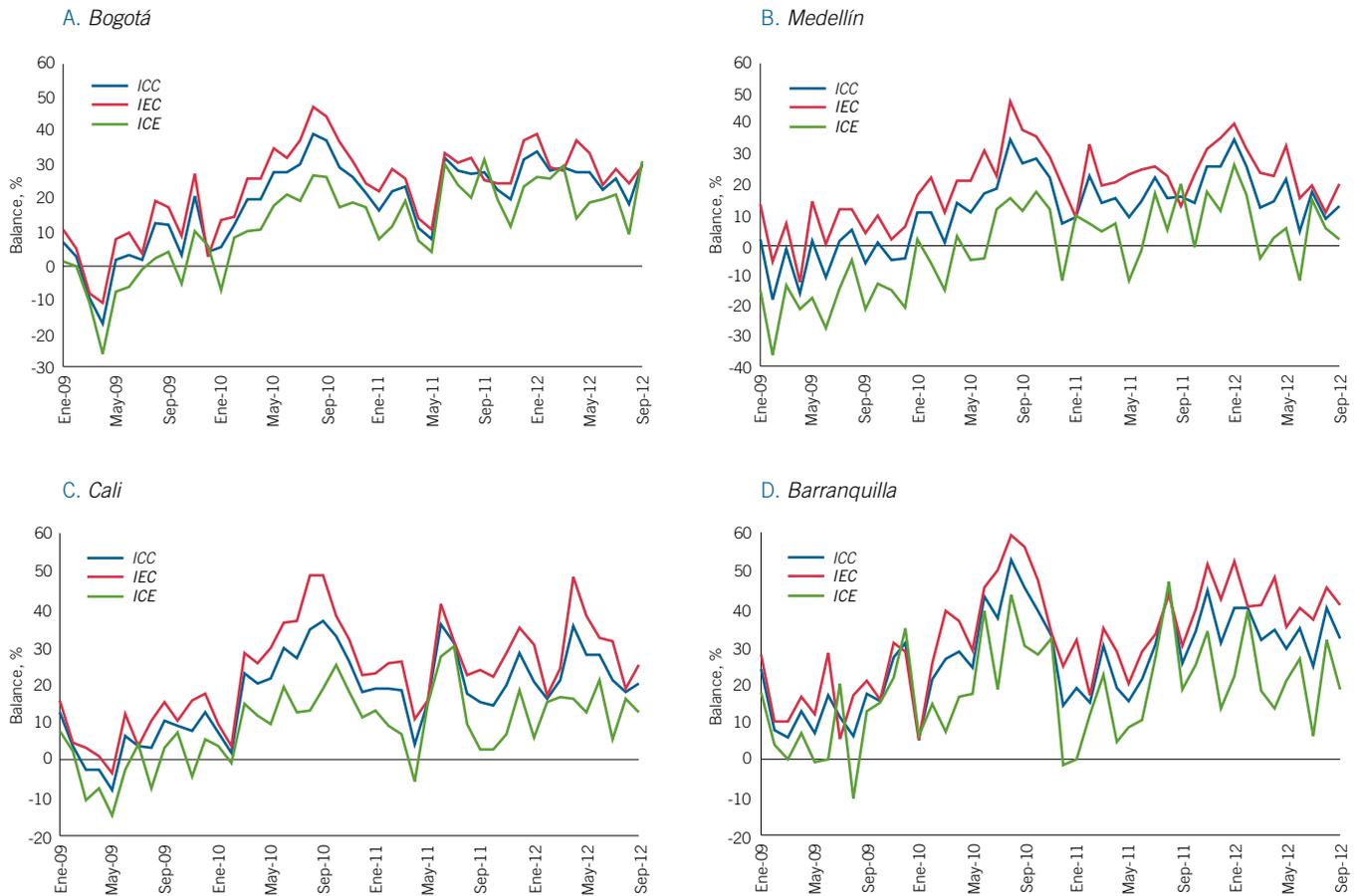
La disposición a comprar vehículo mostró un avance respecto al nivel observado hace un año. En septiembre, dicha mejora fue de 10,8 puntos, siendo el avance más pronunciado en Cali y Barranquilla. Precisamente en Cali, la disposición a comprar vehículo se ha mantenido altamente

volátil a lo largo de 2012 aunque en septiembre se ubicó en el nivel más alto observado a lo largo del periodo de estudio. En cambio, Medellín es la ciudad que menor disposición a comprar vehículo revela. A pesar de lo anterior, este indicador se ubicó en septiembre de 2012 por encima de su promedio de los últimos 5 años en todas las ciudades donde se adelanta la encuesta (Cuadro 4).

El balance actual sobre disposición para comprar vivienda se mantiene por encima del promedio de los últimos 5 años. En Medellín, Cali y Barranquilla se reportó una disposición a comprar vivienda superior a 35%, mientras en Bogotá alcanzó 28,7%. Al comparar con lo reportado un año atrás, hubo una mejoría solo en Barranquilla consecuencia obvia de la baja base de comparación reportada en septiembre de 2011 (15%). Desde enero de 2012, la disposición a comprar vivienda ha mejorado en Cali, y ha disminuido de forma importante en Barranquilla y Bogotá, 19,4 y 15,5 puntos respectivamente.

La disposición a comprar muebles y electrodomésticos se encuentra en niveles favorables. En Bogotá se registró la mayor disposición de compra de bienes durables (40,4%) mientras Medellín reveló la menor, 4,3% (Gráfico 27). Cuando se comparan estos resultados con los reportados en septiembre de 2011 se identifica una mejora solo en Cali y

|| Gráfico 25. Índice de Confianza del Consumidor (ICC), Índice de Expectativas del Consumidor (IEC) e Índice de Condiciones Económicas (ICE) por ciudades



Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor-Fedesarrollo.

|| Cuadro 4. Disposición a comprar vehículo, vivienda y muebles o electrodomésticos por ciudades (Balance, %)

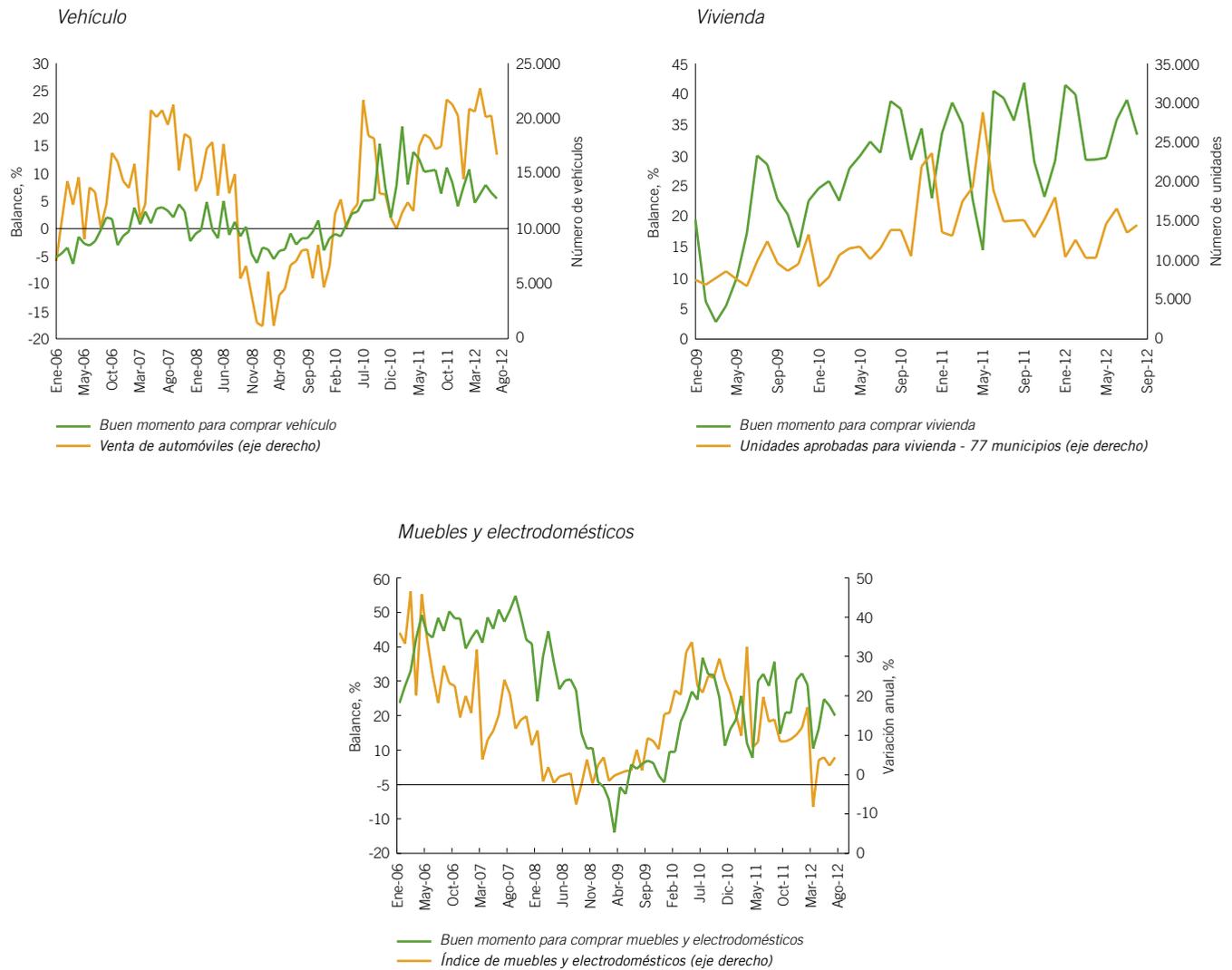
Ciudad/mes	ICC			IEC			ICE		
	Septiembre 2011	Agosto 2012	Septiembre 2012	Septiembre 2011	Agosto 2012	Septiembre 2012	Septiembre 2011	Agosto 2012	Septiembre 2012
Bogotá	16,9	7,9	22,6	44,6	27,9	28,7	46,4	14,8	40,4
Medellín	6,0	22,3	9,9	44,5	36,0	39,1	25,0	27,9	4,3
Cali	20,5	8,9	59,3	46,9	38,6	46,8	9,5	18,8	21,7
Barranquilla	10,9	31,5	27,2	15,0	48,8	38,3	40,6	33,8	16,5
Nacional	14,4	13,4	25,2	41,8	33,4	34,5	35,5	20,0	27,2

Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor-Fedesarrollo.

una importante disminución en Barranquilla y Medellín. En congruencia con lo anterior y respecto a enero de 2012, el

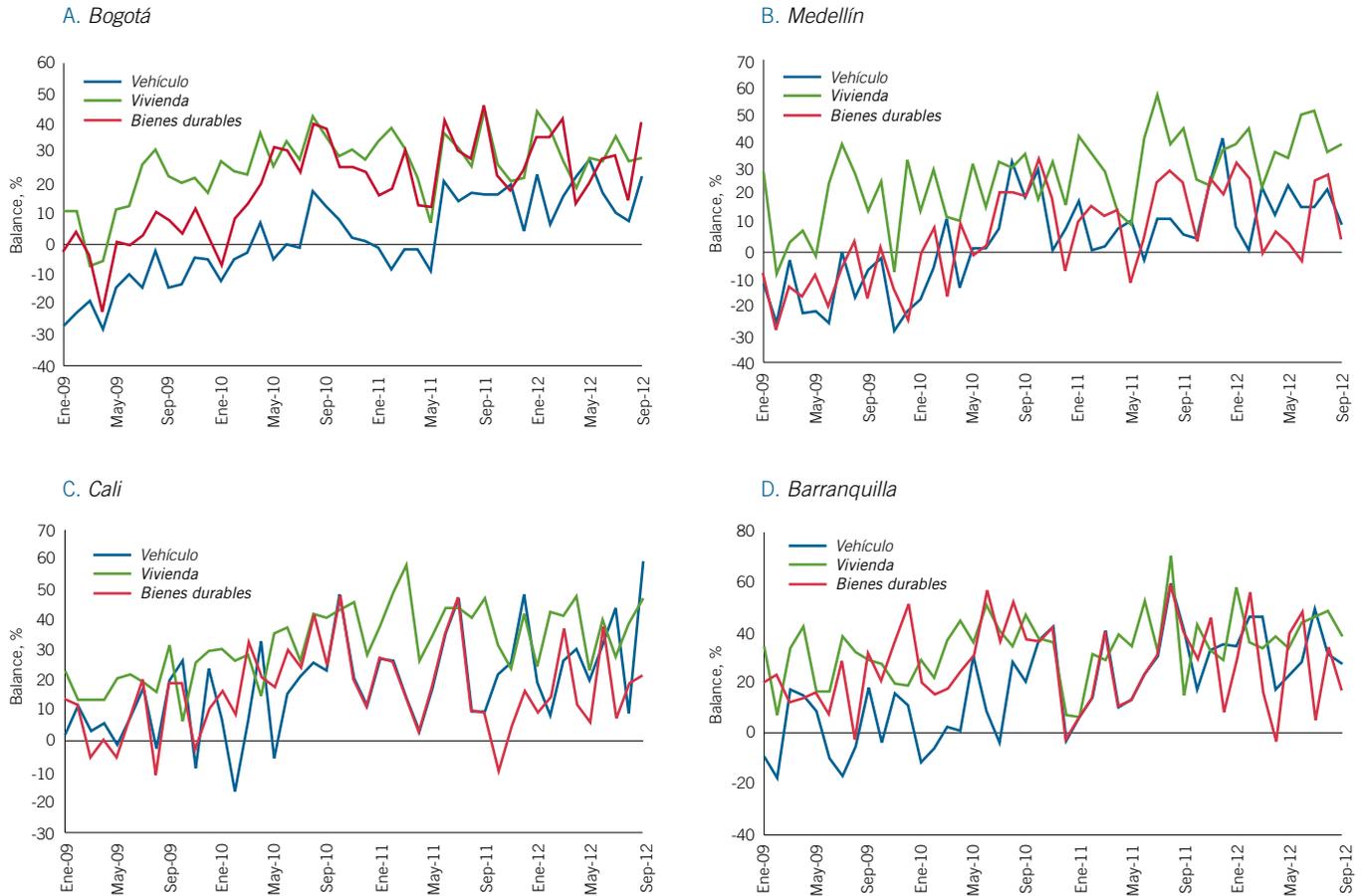
incremento en dicha disposición hasta septiembre fue de 12,2 puntos en Cali y de 4,6 en Bogotá.

Gráfico 26. Disposición a comprar vehículo, vivienda y muebles o electrodomésticos



Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor-Fedesarrollo, Econometría S.A. y DANE.

Gráfico 27. Disposición a comprar vehículo, vivienda y muebles o electrodomésticos por ciudades



Fuente: Encuesta de Opinión del Consumidor-Fedesarrollo.

2.2. Comerciantes

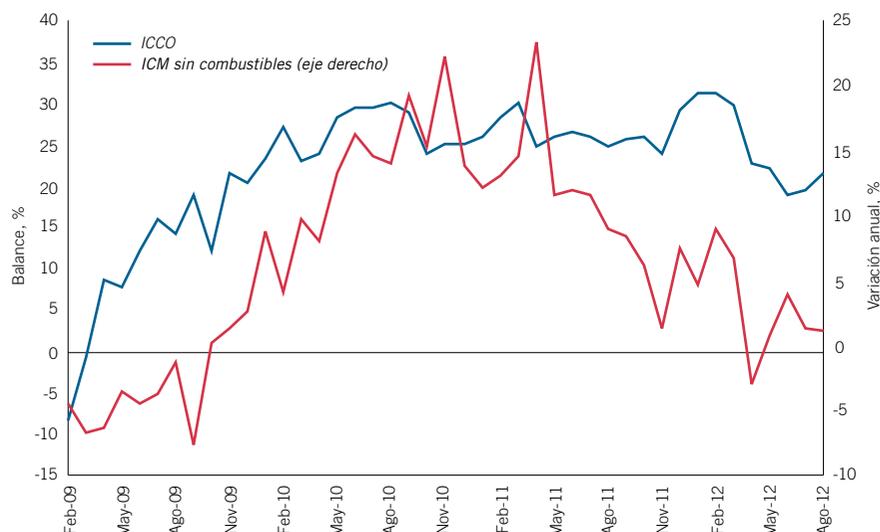
El Índice de Confianza Comercial recoge la percepción de los comerciantes frente a la situación actual de su empresa, el nivel de existencias y las expectativas del negocio para los próximos seis meses⁸. Entre febrero y mayo de 2012, el ICCO experimentó una importante reducción al pasar de 31,4 a 19%. No obstante en septiembre se ubicó en 21,5%, y está

ligeramente por encima de su promedio de los últimos 5 años, 21%. Este índice ha anticipado acertadamente la evolución del comercio al por menor y desde el año 2002 su correlación con el Índice de Comercio al por Menor (ICM) sin Combustibles reportado por el DANE ha sido de 0,71 (Gráfico 28).

A nivel nacional, en agosto la confianza de los comerciantes se ubicó en 21,5% revirtiendo la tendencia descendente que

⁸ Para calcular el ICCO se promedia el balance de tres preguntas: i) ¿Cree que la situación actual de la empresa es buena, aceptable o mala?, ii) ¿Considera que el nivel actual de sus existencias en unidades es alto, normal o bajo? (Una disminución en el balance equivale a una mejoría, en el sentido que los empresarios perciben menores niveles de inventarios) y iii) ¿Cómo espera que sea la situación económica de su empresa durante los próximos seis meses?

Gráfico 28. Índice de Confianza Comercial (ICCO) e Índice de Comercio al por Menor (ICM) sin combustibles



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo y DANE.

traía desde febrero de 2012. El ICCO alcanzó su nivel más bajo del año en junio cuando se ubicó en 19%, de hecho niveles inferiores al 20% no se registraban desde octubre del año 2009. El deterioro interanual observado en ese momento fue resultado de disminuciones en sus tres componentes. Actualmente, la confianza de los empresarios del sector comercio, se encuentra en un nivel inferior al observado en el mes de agosto de 2011, ello como consecuencia principalmente del componente de percepción de la situación económica actual del negocio y de las existencias. El balance sobre las expectativas para los próximos seis meses se mantuvo estable.

El Viejo Caldas fue la región que reportó el mayor ICCO en agosto, mientras la Costa Atlántica registró el menor. Al contrastar con enero de 2012, la confianza comercial experimentó un deterioro más pronunciado en la Costa Atlántica y en Bogotá. Solo en el Viejo Caldas y Valle experimentó disminuciones inferiores a 2 pps. Al comparar la confianza de los comerciantes en agosto de 2012 con la reportada el mismo mes del año pasado se observa que esta ha mejorado ligeramente en Bogotá y Viejo Caldas, mientras que la

desmejora más grande se ha sentido en el Valle (Cuadro 5 y Gráfico 29).

A los comerciantes se les pregunta cómo se encuentran sus ventas en unidades con respecto al mismo mes del año pasado. Según los últimos resultados a nivel nacional, el balance de las ventas correspondientes a agosto de 2012 con relación al mismo mes del año pasado disminuyó de manera importante al pasar de 27,3 a 1,5%, en particular 37,1% de los consultados manifestó que eran más altas, 35,6% consideró que eran más bajas y 27,3% opinó que eran aproximadamente iguales. El comportamiento de este indicador es también reflejo de la evolución observada en las

ventas del comercio minorista, pues hace un año se observaron en los primeros ocho meses del año crecimientos superiores al 9%, mientras en este año tal situación se ha presentado una única vez. Es importante destacar que el balance de esta pregunta se mantuvo estable en la Costa Atlántica y desmejoró en el resto de regiones (Gráfico 30).

A su vez, la EOE del sector comercio indaga mensualmente por las expectativas para el siguiente mes en relación

Cuadro 5. Índice de Confianza Comercial (ICCO) por regiones (Balance, %)

	Agosto 2011	Julio 2012	Agosto 2012
Bogotá	21,1	16,7	22,0
Antioquia	24,0	12,6	14,9
Valle	29,2	7,7	13,9
Costa Atlántica	19,0	28,0	7,1
Viejo Caldas	26,2	26,9	28,8
Total nacional	24,9	19,5	21,6

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

con igual mes del año anterior. Si bien el balance de las expectativas de los empresarios del sector comercio sobre las ventas para el mes de septiembre de 2012 en comparación con las de septiembre de 2011 se mantuvo en terreno positivo, desmejoró respecto al observado hace un año. Al

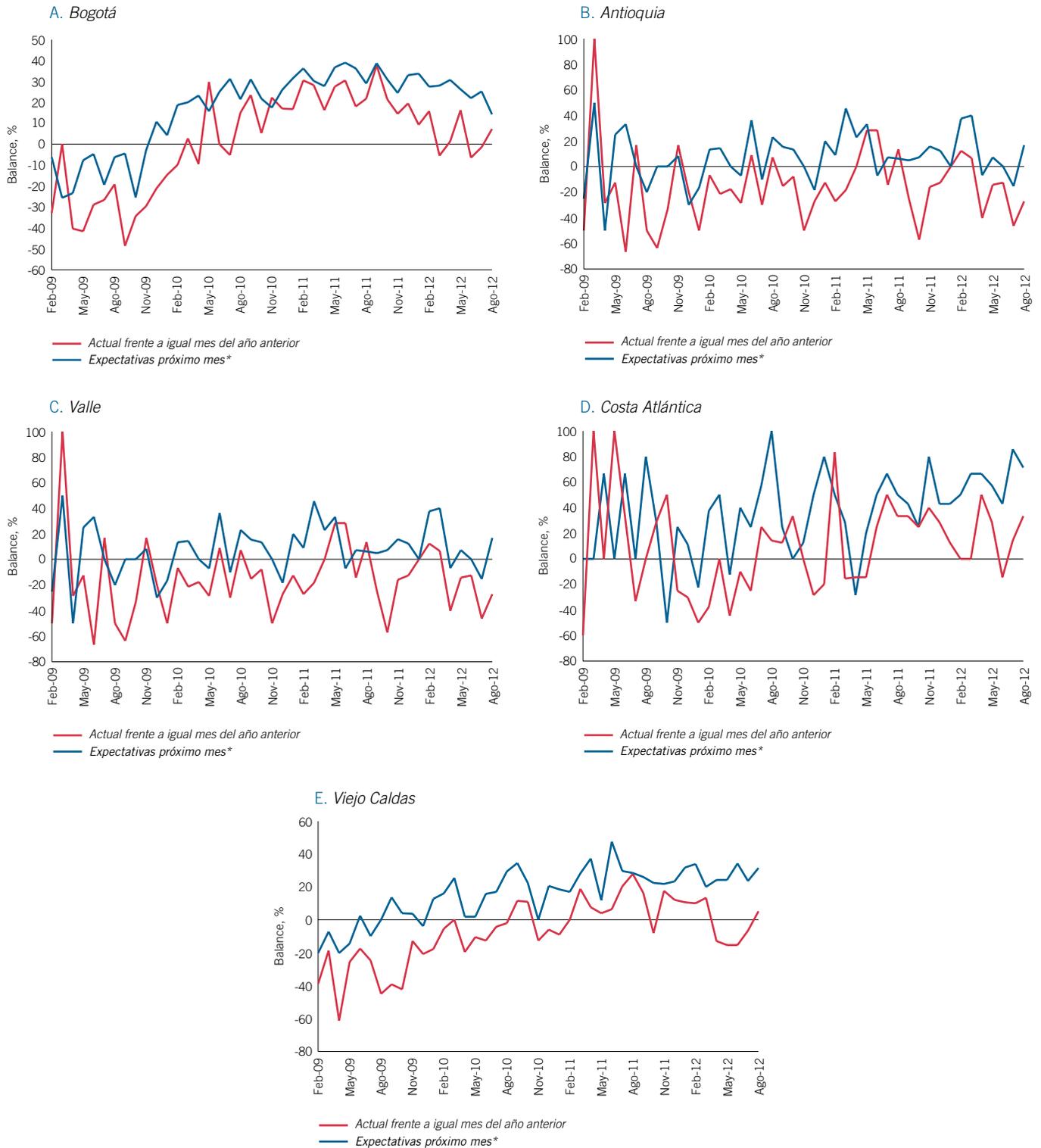
desagregar los resultados por regiones, se identifica que las expectativas de ventas (percibidas en agosto para septiembre de 2012) fueron más altas en la Costa Atlántica (71,6%) y Valle (31,6%). En las otras tres regiones, dicho balance se ubicó entre 13 y 17% (Gráfico 30).

Gráfico 29. Índice de Confianza Comercial (ICCO) por regiones



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

Gráfico 30. Volumen de ventas del sector comercio



* Por ejemplo las expectativas por las que se pregunta en agosto de 2012 son las de septiembre de 2012 comparadas con las ventas de septiembre de 2011.
 Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

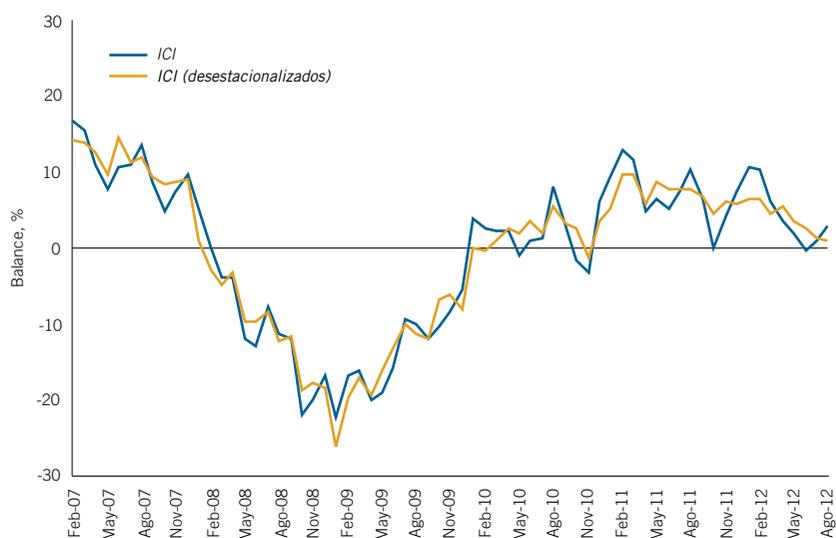
Los principales obstáculos que reportan los comerciantes para la venta de sus productos a nivel nacional son la baja demanda y la rotación de la cartera. Cuando se observan los resultados por regiones, estos difieren ligeramente en Valle y la Costa Atlántica, donde figura también como obstáculo el abastecimiento de productos extranjeros. El contrabando es otro de los problemas que obstaculiza las ventas en el sector comercio. Al comparar estos resultados con los registrados en agosto de 2011 se destaca que la porción de comerciantes que ve como obstáculo la baja demanda mostró un aumento importante en todas las regiones, (Cuadro 6).

2.3 Industriales

El Índice de Confianza Industrial se construye a partir del volumen actual de pedidos por atender, el nivel de existencias y las expectativas de producción para los siguientes tres meses⁹. Con el propósito de observar la evolución de este indicador a lo largo del

año resulta conveniente aislar las variaciones de carácter puramente estacional, tanto del índice agregado como de sus componentes. El Gráfico 31 muestra que en efecto el ciclo ascendente del ICI entre octubre y enero de 2012, y su posterior descenso hasta marzo de 2012 se debió a factores

|| Gráfico 31. Índice de Confianza Industrial (ICI)



Nota: Desestacionalización usando el método TRAMO-SEATS usando el programa Demetra.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo y DANE.

|| Cuadro 6. Problemas que afectaron la actividad comercial en agosto de 2012 (%)

Problema/región	Bogotá	Antioquia	Valle	Costa Atlántica	Viejo Caldas	Total
Baja demanda	23,8	26,2	21,1	30,0	23,7	24,3
Contrabando	10,7	11,9	10,5	10,0	5,1	9,1
Abastecimiento de productos nacionales	2,5	2,4	0,0	0,0	8,5	4,4
Abastecimiento de productos extranjeros	9,0	9,5	15,8	20,0	6,8	9,1
Rotación de cartera	10,7	14,3	26,3	20,0	13,6	13,2
Otros	43,4	35,7	26,3	20,0	42,4	39,9

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

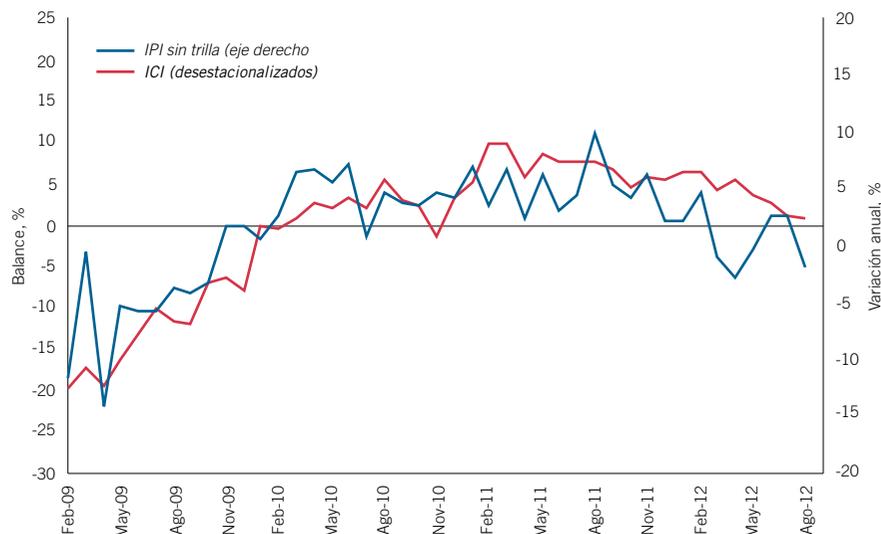
⁹ Para calcular el ICI se promedia el balance de tres preguntas: i) el nivel actual de pedidos por atender (alto, normal o bajo), ii) la percepción sobre el nivel de existencias (demasiado grandes, suficientes para la época del año, demasiado pequeñas) y iii) expectativas de producción a tres meses (aumentará, permanecerá igual o disminuirá).

de carácter estacional. Aun así, desde diciembre de 2011 el ICI muestra una tendencia descendente que parecería no revertirse a pesar de la ligera mejoría experimentada en el mes de agosto de 2012 en la serie original. Es importante destacar que el ICI ha anticipado adecuadamente la evolución de la producción industrial, tal que desde 1995 tiene un coeficiente de correlación de 0,77 con la variación anual del Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café que publica el DANE (Gráfico 32).

El Índice de Confianza Industrial mostró una desmejora frente al mismo mes del año anterior, pasando de 10,1 a 2,7%. En junio de 2012, el ICI se ubicó en terreno negativo y este hecho no se observaba desde finales de 2010; adicional a ello, el promedio observado en los primeros ocho meses del año, (4,4%) resulta inferior al observado en el mismo periodo de 2011 (8,4%). Sin embargo, vale la pena resaltar que el nivel del ICI actual se encuentra ligeramente por encima de su promedio de los últimos 5 y 10 años (2,3 y 2,4% respectivamente). Cuando se comparan los resultados de la última medición (agosto de 2012) frente a los observados un año atrás, el deterioro en la confianza industrial es generalizado en las regiones con excepción del Valle (Cuadro 7). Vale la pena destacar que en Antioquia el ICI se ubicó en terreno negativo, tanto en el segundo trimestre del año como en el mes de agosto, mientras en el resto de regiones estuvo por debajo de 0 en una ocasión en lo que va corrido del año. En todo caso, el ICI se encuentra por encima de su promedio del último quinquenio con excepción de Santander.

Según la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), las condiciones económicas y socio-políticas para la inversión a nivel nacional desmejoraron en el último año. En el Cua-

|| Gráfico 32. Índice de Confianza Industrial (ICI) e Índice de Producción Industrial sin Trilla (IPI)



Nota: Desestacionalización usando el método TRAMO-SEATS usando el programa Demetra.
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo y DANE.

dro 8 se aprecia que la reducción para el total nacional ha sido más pronunciada en las condiciones económicas al comparar con agosto de 2011 y con mayo del presente año. A nivel regional, por una parte, dicha disminución ha sido el común denominador con excepción del Valle del Cauca; disminuciones en la favorabilidad de las condiciones económicas superiores a la disminución nacional tomaron lugar en Antioquia y Viejo Caldas (Cuadro 8). Por otra

|| Cuadro 7. Índice de Confianza Industrial (ICI) por regiones (*Balance, %*)

	Agosto 2011	Julio 2012	Agosto 2012
Bogotá	5,2	-3,3	3,9
Antioquia	11,0	1,6	-1,5
Valle	2,6	4,5	5,4
Costa Atlántica	27,8	11,8	17,8
Santander	33,2	23,8	6,4
Viejo Caldas	5,2	-5,7	2,6
Total nacional	10,1	1,0	2,7

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo y DANE.

II Cuadro 8. Favorabilidad de las condiciones para la inversión por regiones (Balance, %)

	Económicas			Sociopolíticas		
	Agosto 2011	Mayo 2012	Agosto 2012	Agosto 2011	Mayo 2012	Agosto 2012
Bogotá	24,8	20,0	14,6	22,8	11,8	10,6
Antioquia	21,3	23,3	1,3	2,7	-1,4	-6,2
Valle	7,7	-5,3	14,3	12,8	5,1	4,8
Costa Atlántica	41,2	40,0	37,5	29,4	25,0	18,8
Santander	12,0	17,6	0,0	8,0	5,9	15,0
Viejo Caldas	25,6	27,9	2,7	16,7	9,3	15,8
Total nacional	21,5	18,6	9,0	14,7	7,1	5,9

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial -Fedesarrollo.

parte, la percepción sobre las condiciones sociopolíticas para invertir, ha experimentado un continuo deterioro a lo largo del año, disminuyó más fuertemente en Bogotá y solo mejoró en Santander (Gráfico 33). En Antioquia es mayor el segmento de industriales que considera dichas condiciones como desfavorables.

Las expectativas de empleo industrial para el total nacional han desmejorado durante los últimos cuatro trimestres aunque se ubican en terreno positivo. El balance de la pregunta “Descontando las fluctuaciones estacionales normales, se puede prever que en los próximos tres meses el número de personas empleadas en la producción aumentará, disminuirá o se mantendrá aproximadamente igual” pasó de 9,2 en el segundo trimestre de 2011 a 2,6 en el segundo trimestre de 2012 y no se encontraba en niveles inferiores a 3% desde el cuarto trimestre de 2010. Este índice evoluciona de manera similar al Índice de Empleo Total de Industria sin trilla de café reportado por el DANE; desde marzo de 1997 la correlación entre los dos es de 0,72 (Gráfico 34).

Las expectativas de empleo industrial son particularmente favorables en Santander. En junio de 2012 esta región reportó las expectativas más altas para el tercer trimestre, con un

balance de 33,3%, que se encuentra sin embargo 8,3 puntos por debajo del observado hace un año. En contraposición, Bogotá registró la más baja (-4,9%). Es importante destacar que en el año 2011 ninguno de los balances de expectativas de empleo en las distintas regiones donde se recoge la encuesta era inferior a 0%. Desde el segundo trimestre de 2011 las expectativas de empleo industrial mejoraron en Valle y Costa Atlántica 6 pps (Gráfico 35).

En agosto de 2012 los industriales manifestaron que la utilización de la capacidad instalada para el total nacional se ubicó en 70,9%. La mayor utilización de capacidad instalada se reporta en Bogotá (72,2%) mientras la menor en Viejo Caldas (64,9%). Hace un año estas dos posiciones eran ocupadas por la región de Costa Atlántica (76,5%) y Valle (67,4%). En el último año y como reporta el Cuadro 9, la región que experimentó una mayor mejoría en este indicador fue Valle (que mejoró 4,4 puntos), pues Santander se mantuvo bastante estable (al pasar de 71,6 a 71,8%). Por último, cuando se le preguntó a los industriales por su percepción del nivel de capacidad instalada para la producción con base en el ritmo de pedidos esperado para los próximos 12 meses, manifestaron que era suficiente, siendo la Costa Atlántica la región que tuvo un balance menor en esta pregunta (Gráfico 36)¹⁰.

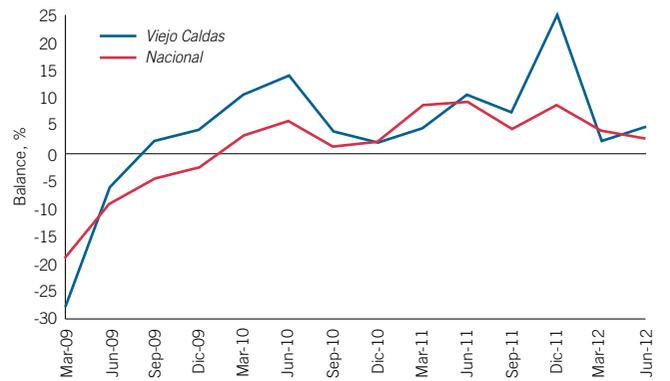
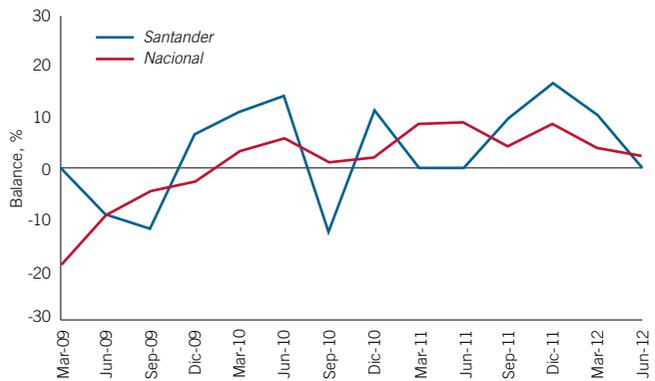
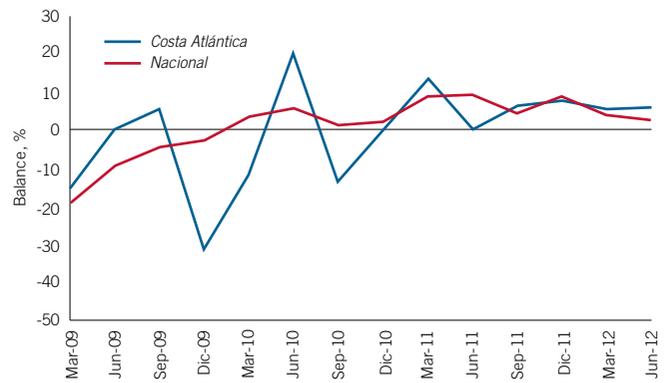
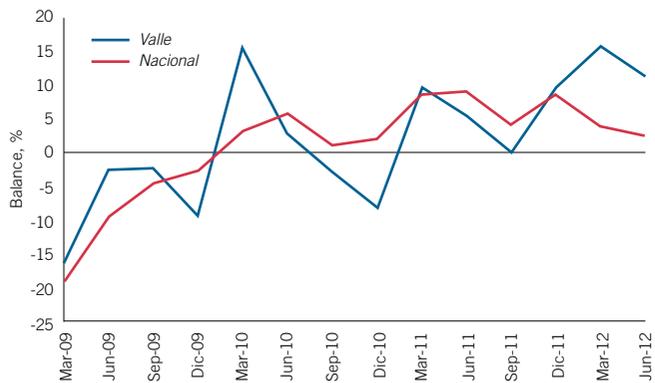
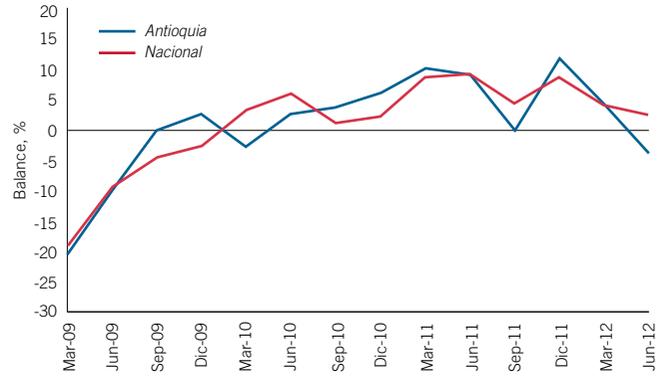
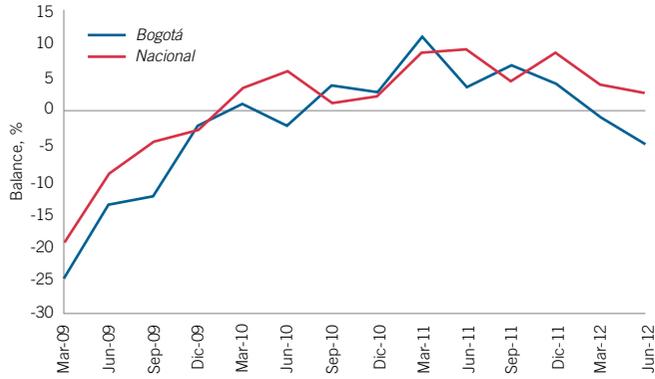
Gráfico 33. Favorabilidad de las condiciones económicas y sociopolíticas para la inversión por regiones



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

¹⁰ La EOE indaga sobre capacidad instalada de dos formas distintas: i) Una de carácter cuantitativo que se recoge 4 veces al año en la EOE de los meses de febrero, mayo, agosto y octubre y ii) otra de carácter cualitativo al preguntarle a los industriales mensualmente: "Con base en el ritmo de pedidos (o demanda) que espera para los próximos doce meses considera que su capacidad instalada actual para la producción es más que suficiente, suficiente o insuficiente".

Gráfico 35. Expectativas de empleo industrial por regiones



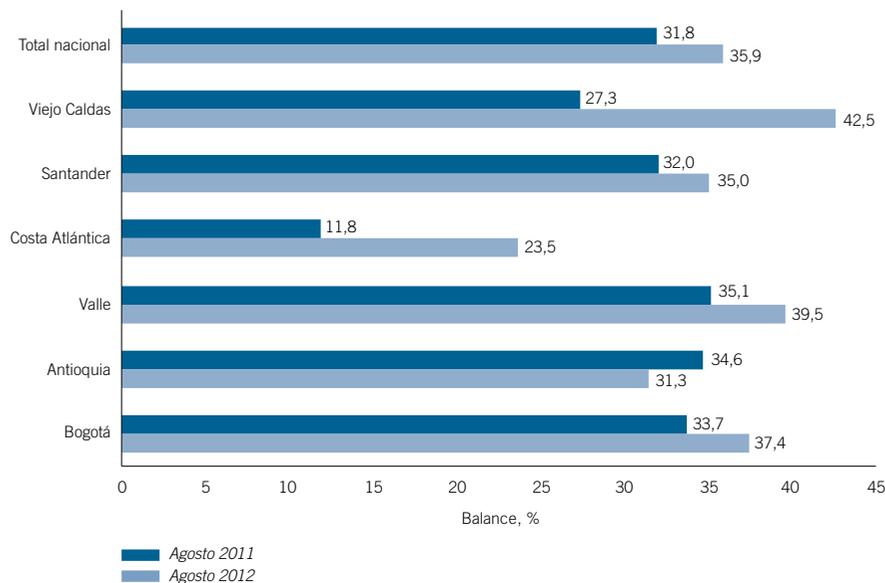
Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

Gráfico 34. Expectativas de empleo en la industria e índice de empleo en la industria sin trilla



Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo y DANE.

Gráfico 36. Percepción sobre el nivel de capacidad instalada actual por regiones



Nota: Con base en el ritmo de pedidos (o demanda) que espera para los próximos doce meses.

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

II Cuadro 9. Percepción sobre el nivel de utilización de la capacidad instalada por regiones (%)

	Agosto 2010	Agosto 2011	Febrero 2012	Mayo 2012	Agosto 2012
Bogotá	69,2	72,9	72,2	71,2	72,2
Antioquia	69,7	72,0	69,9	70,0	71,5
Valle	66,4	67,4	65,8	63,2	71,8
Costa Atlántica	73,2	76,5	69,1	71,6	70,0
Santander	70,0	71,6	69,5	66,5	71,8
Viejo Caldas	67,1	69,3	69,1	70,8	64,9
Total nacional	68,8	71,6	70,0	69,6	70,9

Fuente: Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

3. Estimación de cierre de 2012

3.1. Estimación por el lado de la oferta

3.1.1. Agropecuario

En el primer semestre del año 2012 la agricultura creció un 1,2% anual. Fedesarrollo estima que al cierre del año se habrá presentado una aceleración que fijará el crecimiento del sector en niveles del 2,8%.

El mayor dinamismo en el sector agropecuario se relaciona con el buen comportamiento del subsector de animales vivos y productos animales, cuyo peso dentro del sector supera el 40%. Este rubro, que durante el primer semestre del año creció a 4,8% anual, se aceleraría en el segundo semestre para consolidar una expansión del 5% para el 2012 como un todo. Lo anterior se estima con base en las buenas perspectivas del mercado interno y el dinámico envío de carne hacia Venezuela. El segundo elemento que sustenta esta mayor expansión agregada en el sector es el incremento en la producción de café, que pese a exhibir un mal primer semestre se ha venido recuperando y se espera que se acelere hasta alcanzar los 8,4 millones de sacos, lo cual sería consistente con un crecimiento del orden del 7% en el año.

De otra parte, teniendo en cuenta las perspectivas de producción de los 10 productos agrícolas distintos al café más importantes de la economía colombiana (frutales, papa, arroz, plátano, banano, caña, flores, palma, yuca, maíz), Fedesarrollo ha construido un indicador ponderado que le permite estimar el curso del subsector "otros productos agrícolas", cuyo peso agregado dentro del sector es del 46%.

Usando dicha metodología, se estima que el subsector pase de un decrecimiento de 0,3% en el primer semestre a una tímida expansión de 0,5% en el año 2012, liderado por la palma, la papa y los frutales. Por último, una leve desaceleración en silvicultura, caza y pesca llevaría a este subsector a un crecimiento del 3,3% anual (Cuadro 10).

II Cuadro 10. Crecimiento estimado del sector agrícola en 2012, por componentes

	Peso	Variación anual 2012-1S	Estimado 2012
Café	7,2%	-7,5%	7,5%
Otros agrícolas	46,0%	-0,3%	0,5%
Animales vivos	41,2%	4,8%	5,0%
Silvicultura	5,8%	5,0%	3,3%
Total agricultura	100%	1,2%	2,8%

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

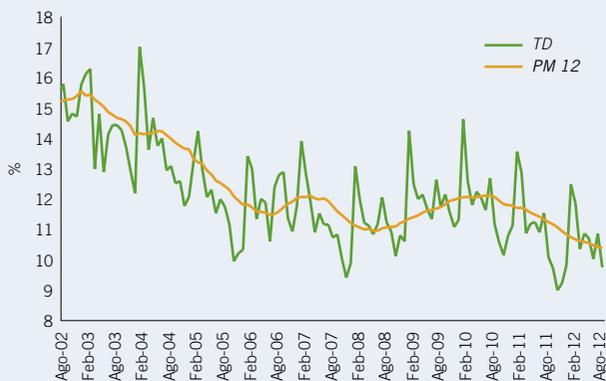
Recuadro 2. Desempeño del mercado laboral

Las variables del mercado laboral en Colombia han mejorado sistemáticamente durante la última década. La tasa de desempleo, en particular, se ha reducido de 15,8% en agosto de 2002 a 9,7% en agosto de 2012 (Gráfico R.2.1). Lo anterior obedece a impulsos de oferta y de demanda en distintos periodos de tiempo. En el periodo 2002-2008, por ejemplo, la tasa global de participación (TGP) pasó de 62,2 a 58,5%, ayudando con ello a aminorar el universo de personas a emplear y aliviando así la tasa de desempleo. Por el contrario, de 2008 a hoy la caída en la tasa de desempleo ha venido liderada por un incremento en la demanda de trabajo, que se refleja en una mayor tasa de ocupación (pasando de 51,9% en 2008 a 58,1% en 2012¹). En este mismo periodo, la TGP se recuperó, desde un 58,5% hasta 64,8%, restándole velocidad a las reducciones en la tasa de desempleo. Este comportamiento podría estar asociado a la *hipótesis del trabajador desalentado* (o, en este caso, *alentado*), de acuerdo con la cual la oferta de trabajo evoluciona respondiendo a los estímulos de la demanda, aumentando cuando hay más posibilidades de empleo y

reduciéndose cuando esas posibilidades son bajas. Las mayores oportunidades de empleo en el período estarían induciendo a los trabajadores a aumentar su participación en el mercado laboral, llevándolos, como en efecto ha sucedido en los últimos meses, a los niveles más altos de la historia.

No obstante la buena noticia de la reducción en el desempleo, Colombia es aún uno de los países con las tasas de desocupación e informalidad más altas de América Latina. Mientras que en 2011 la tasa de desempleo promedio en Colombia superó el 10%, en Argentina se ubicó en 7,3%, en Chile en 7,2%, en Ecuador en 5,1%, en Perú en 7,7% y en Brasil en 6%. Asimismo, pese a que los indicadores de informalidad han bajado de manera importante desde mediados de 2009, aún continúan por encima de un 50%, nivel que no corresponde al grado de desarrollo relativo de Colombia. En efecto, es importante señalar que gran parte del empleo generado en los últimos años corresponde a empleos por cuenta propia. Al mismo tiempo, la tasa de subempleo aumentó de 9,3% en 2007 a niveles superiores al 13% en el último año.

■ Gráfico R2.1. Tasa de desempleo nacional
(Mensual, enero 2002 - marzo 2012)



Fuente: DANE.

Superar los retos del mercado laboral colombiano demanda intervenciones de política en varios frentes. La recientemente presentada Reforma Tributaria sugiere un importante avance por parte del gobierno en el camino a solucionar algunos de dichos problemas. En esta se busca cambiar la forma de financiación del Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF) y del Sena, eliminando los aportes hechos por los patronos y creando un nuevo impuesto, el impuesto sobre la renta para la equidad (CREE). De esta forma se reducen los costos de contratación no salariales, incentivando la formalización de los trabajadores.

¹ Corresponde al promedio de 12 meses de septiembre de 2011 a agosto de 2012.

3.1.2. Minería

En el primer semestre del año 2012 la minería creció un 10,8% anual. Fedesarrollo estima que para el cierre de 2012 se presentará una desaceleración que llevará el crecimiento del sector a niveles del 7,5%.

Fedesarrollo estima que el 2012 cerrará con un producción promedio de petróleo de 940 mil barriles por día calendario (bpdc) y una producción promedio de gas de 1.116 miles de pies cúbicos diarios (mpcd). Lo anterior implica una revisión a la baja en los promedios de producción, con lo cual el subsector terminaría expandiéndose a un 3,1% anual, que se compara de manera desfavorable frente al 7,9% alcanzado en el primer semestre (Cuadro 11). En términos de la producción de carbón, se estima que el 2012 cerrará con un incremento del 13%, lo cual es consistente con una producción de 97 millones de toneladas.

En cuanto a minerales metálicos, el buen desempeño del primer semestre, que llevó al subsector a tasas de crecimiento cercanas al 34% anual, se mantendrá en los restantes seis meses del año, con una ligera desaceleración que lo llevará a computar una tasa de crecimiento del 28,9% al final del 2012. El buen dinamismo es consistente con el crecimiento en las exportaciones de níquel y de oro. En lo referente a minerales no metálicos, se espera que su comportamiento,

|| Cuadro 11. Crecimiento estimado del sector minero en 2012, por componentes

	Peso	Variación anual 2012-1S	Estimado 2012
Petróleo	69,6%	7,9%	3,1%
Carbón	20,6%	14,5%	13,0%
Minerales metálicos	6,3%	33,7%	28,9%
Minerales no metálicos	3,6%	8,0%	8,9%
Total minería	100%	10,8%	7,5%

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

asociado al ritmo de la construcción, se expanda a niveles del 8,9% anual.

3.1.3. Industria

Los datos del sector industrial en lo corrido del año muestran un panorama negativo, con una contracción de 0,2% anual con corte a junio. Fedesarrollo estima que el cierre de 2012 vendrá acompañado de una leve expansión del sector a niveles del 1% anual.

Los datos de la Muestra Mensual Manufacturera con corte a agosto de 2012 confirman el pobre dinamismo de la industria en lo corrido del año. En efecto, en el periodo comprendido entre enero y agosto la producción real del sector, exceptuando trilla de café, se incrementó en solo un 0,7% respecto a igual período en 2011. Un sencillo análisis de dispersión muestra que el 44% de los sectores registraron variaciones anuales positivas en su producción. Los de mayor contribución a la variación total del sector fueron las industrias de confecciones, creciendo al 19,4% anual, hierro y acero al 19,9%, producción de carne y pescado al 9,2% y elaboración de bebidas al 7,0%. El aporte de estos cuatro subsectores al crecimiento total del sector fue de 1,8 pps, diluidos en cerca de un 60% por el comportamiento de los 44 sectores restantes.

La señal de tímido crecimiento emitida por los datos de producción industrial es consistente con la que se obtiene al analizar las ventas y la ocupación industrial con corte a agosto. En los primeros 8 meses de 2012, el personal ocupado por la industria manufacturera, sin incluir trilla de café, aumentó 1,4% frente al mismo período de 2011. Las ventas, entretanto, crecieron en un 1,1% anual, mostrando una desaceleración frente al crecimiento del 5% registrado en el mismo periodo un año atrás.

Los indicadores líderes muestran, de igual forma, que la industria podría tener una recuperación en el segundo

semestre del año. La demanda de energía, que venía desacelerándose en el primer trimestre del año, corrigió al alza su tendencia y muestra crecimientos del 4,7% anual con corte a septiembre de 2012 (Gráfico 37). Así mismo, la utilización de capacidad instalada, aproximada por el balance de respuestas en la EOE de Fedesarrollo, detuvo su tendencia a la baja en julio de 2012, revirtiendo el curso en agosto, lo cual da señales de recuperación en la dinámica productiva. Estos dos indicadores apuntan, de manera coincidente, a un mejor segundo semestre de 2012 moderadamente mejor que el primero, confirmando la intuición que acompaña la estimación de Fedesarrollo.

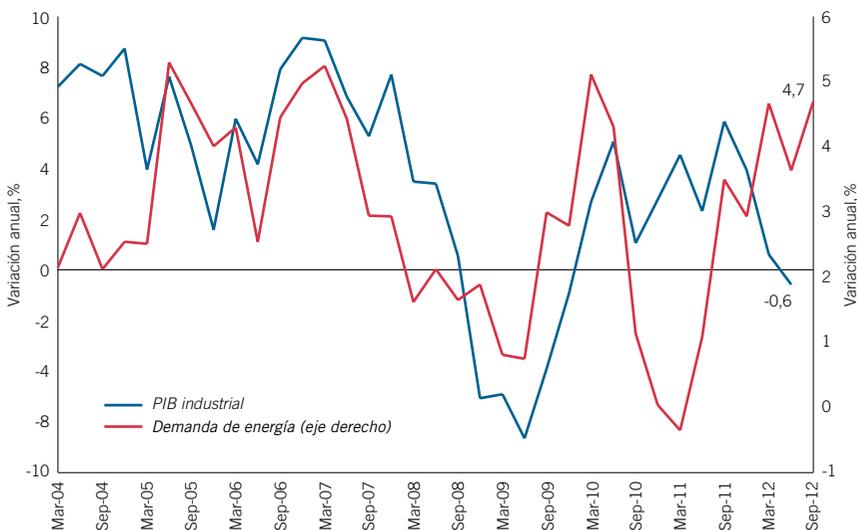
3.1.4. Construcción

En los primeros seis meses del año, el crecimiento de la construcción fue de un favorable 7,9% anual. Fedesarrollo prevé que el crecimiento acumulado a cierre de 2012 sea del orden de 6,2%.

Tras analizar el comportamiento de las obras civiles, cuyo peso dentro del sector es del 48%, se espera que la tasa de crecimiento de este subsector en 2012 sea de 6,5% anual, similar al 6,4% registrado en el primer semestre y ligeramente inferior a lo previsto en el MFMP (7%).

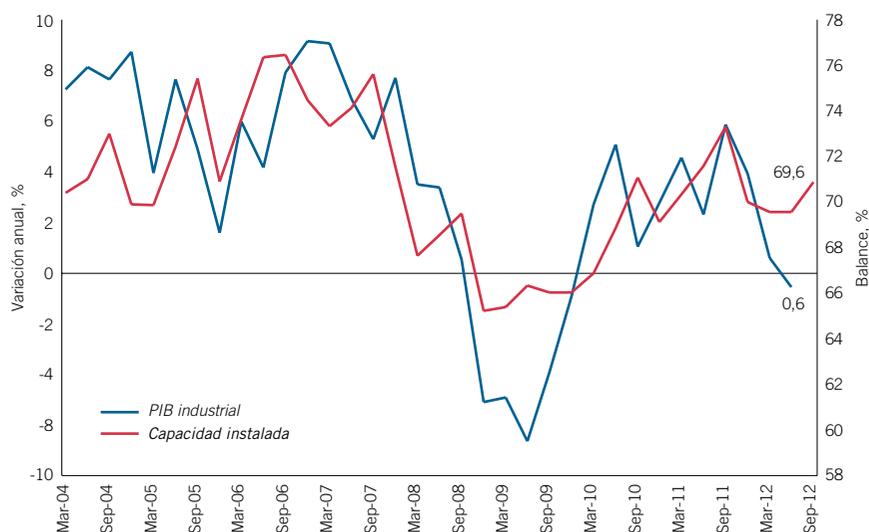
En cuanto a edificaciones, que representa el restante 52% del sector, Fedesarrollo estima, con base en el desempeño de los despachos de cemento gris, las licencias de construcción y el Indicador de Inversión en Obras Civiles

|| Gráfico 37. PIB industrial y demanda de energía



Fuente: DANE y XM.

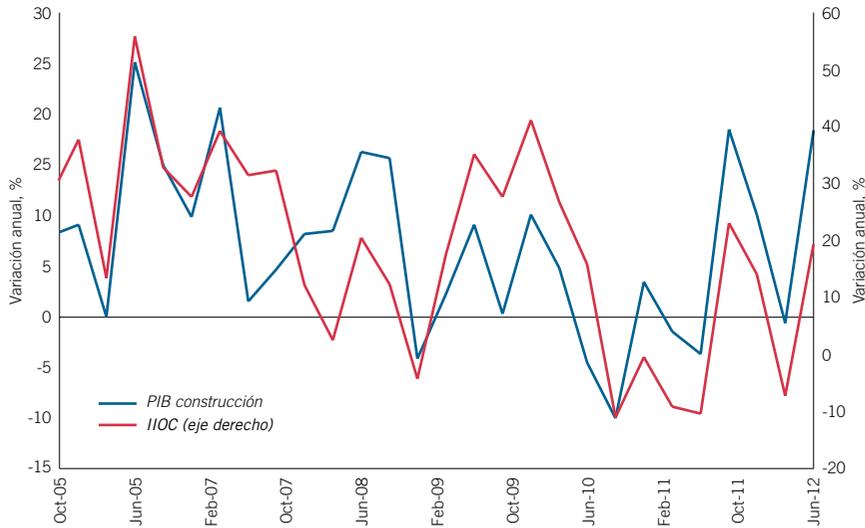
|| Gráfico 38. PIB industrial y utilización de la capacidad instalada



Fuente: DANE y Encuesta de Opinión Empresarial-Fedesarrollo.

(IIOC) (Gráfico 39); que el crecimiento de este subsector en 2012 sería del orden del 6% anual (Cuadro 12), implicando una desaceleración frente al 9,7% de crecimiento anual reportado en el periodo enero-junio.

Gráfico 39. PIB de construcción y evolución del IIOC



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

mismo, y en línea con la desaceleración en el consumo de los hogares, el gas domiciliario pasará a crecer un 2,7% en todo 2012, desacelerándose frente al crecimiento de 3% registrado entre enero y junio. Finalmente, el subsector de agua presentará una aceleración en el segundo semestre del año, consolidando una cifra de crecimiento del 3,9% anual, la cual se compara de manera favorable frente a la expansión de 3,6% en los primeros seis meses del año. Lo anterior es consistente con la mayor demanda de agua requerida por los distritos de riego con miras a hacer frente al endurecimiento de la situación climática.

Cuadro 12. Crecimiento estimado del sector construcción en 2012, por componentes

	Peso	Variación anual 2012-1S	Estimado 2012
Edificaciones	51,6%	9,7%	6,0%
Obras civiles	48,4%	6,4%	6,5%
Total construcción	100%	7,9%	6,2%

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

3.1.6. Establecimientos financieros

El buen comportamiento de las utilidades del sistema financiero y la evolución de la cartera crediticia permiten prever que el buen desempeño del sector de establecimientos financieros continúe durante el segundo semestre de 2012. Sin embargo, los modelos de Fedesarrollo indican que se presentaría cierta desaceleración frente al crecimiento de 5,6% anual registrado en el primer semestre, la cual se

3.1.5. Energía, agua y gas

Fedesarrollo estima que el crecimiento del sector de energía, agua y gas domiciliario en 2012 sea de 3,96% anual en 2012, similar al 4,02% alcanzado en los seis primeros meses del año. Lo anterior lleva implícita una pequeña recomposición en los aportes de los subsectores (Cuadro 13).

El subsector de energía, por ejemplo, pasará de un crecimiento del 4,4% anual en el primer semestre del año a un incremento de 4,2% para el 2012 como un todo. Así

Cuadro 13. Crecimiento estimado del sector de electricidad, agua y gas domiciliario en 2012, por componentes

	Peso	Variación anual 2012-1S	Estimado 2012
Energía	61,0%	4,4%	4,2%
Agua	29,0%	3,6%	3,9%
Gas domiciliario	10,0%	3,0%	2,7%
Total EAG	100%	4,0%	4,0%

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

acentuaría en el último trimestre del año llevando el crecimiento consolidado del sector en 2012 a un 5,3% anual.

3.1.7. Comercio, reparación, restaurantes y hoteles

La EOE de Fedesarrollo contempla dentro de sus preguntas la indagación respecto a las expectativas de los empresarios para los próximos seis meses. Esta variable permite anticipar a seis meses vista lo que ocurrirá con la actividad comercial. Es así como los resultados de la EOE con corte a julio, que permitirían anticipar el comportamiento a cierre del año, dan cuenta de una eventual destorcida en las tasas de crecimiento del comercio, la cual se acentuaría en el último trimestre. Fedesarrollo estima que el sector pasaría de un crecimiento anual de 4,5% en el primer semestre a crecer un 3,2% en el 2012.

3.1.8. Transporte, almacenamiento y comunicaciones

Las estimaciones de Fedesarrollo dan cuenta de un sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones que crecería un 5,0% anual en 2012, acelerándose ligeramente frente al 4,8% anual de crecimiento registrado en los primeros seis meses del año.

La estimación de crecimiento del sector supone una expansión del 4,4% anual en el subsector de transporte, que se desaceleraría frente al crecimiento de 5,2% alcanzado en el primer semestre de 2012. Entretanto, el subsector de comunicaciones y correo crecería al 5,8% anual, acelerándose frente al crecimiento de 5,2% alcanzado en el primer semestre de 2012.

3.1.9. Servicios sociales, comunales y personales

Se estima que este sector crezca en 2012 a tasas del 3,75% anual, prácticamente invariantes frente al 3,72% alcanzado en el primer semestre del año. Estimaciones con base en el MFMP muestran que el valor agregado en administración

pública y defensa; seguridad social de afiliación obligatoria y educación de no mercado podría acelerarse ligeramente, pero se estima de igual forma que su impulso se vería diluido por una desaceleración en los servicios domésticos, de esparcimiento y culturales, en línea con la pérdida de dinamismo esperada en el consumo de los hogares.

3.2. Estimación por el lado de la demanda

La previsión de Fedesarrollo para 2012 es la de una desaceleración frente al dato del primer semestre del año en cada uno de los componentes del PIB por el lado de demanda, excepto el consumo del gobierno que exhibe una muy ligera aceleración (Cuadro 15). De manera análoga, cuando se compara la estimación de cierre de 2012 contra el cierre efectivo de 2011, se encuentra que la notable desacelera-

■ Cuadro 14. Crecimiento estimado del sector transporte, almacenamiento y comunicaciones en 2012, por componentes

	Peso	Variación anual 2012-1S	Estimado 2012
Energía	61,0%	4,4%	4,2%
Agua	29,0%	3,6%	3,9%
Gas domiciliario	10,0%	3,0%	2,7%
Total EAG	100%	4,0%	4,0%

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

■ Cuadro 15. Crecimiento del PIB por componentes de demanda

	2011	2012-1S	2012
Consumo de los hogares	6,5%	4,9%	4,3%
Consumo del Gobierno	2,6%	3,8%	3,9%
Formación bruta de capital	17,2%	11,7%	9,7%
Exportaciones	11,4%	6,4%	4,1%
Importaciones	21,5%	10,9%	9,1%
Producto Interno Bruto	5,9%	4,9%	4,4%

Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

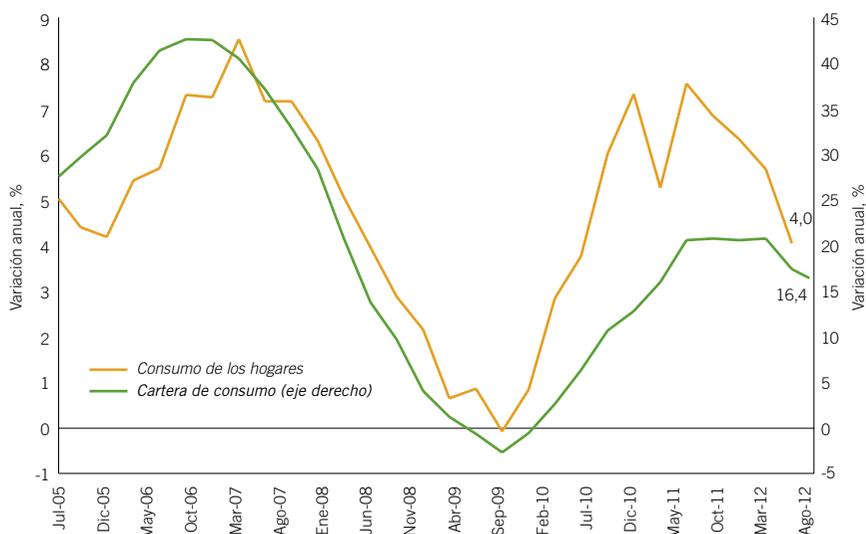
ción de la economía colombiana que se refleja uno a uno en los componentes de demanda, exceptuando nuevamente el consumo público.

La desaceleración estimada en el consumo de los hogares es consistente con la pérdida de dinamismo en los indicadores líderes. La cartera de consumo, por ejemplo, pasó de crecer de tasas superiores al 20% real durante 2011 a crecer un 16% real en agosto de 2012, tasa que si bien es alta frente a lo presentado en el periodo 2009-2011, marca el cambio de tendencia frente a las aceleraciones presentadas desde octubre de 2009 (Gráfico 40). De igual forma, si bien el ICC de Fedesarrollo se recupera en septiembre de 2012 (ver capítulo 2), sus niveles continúan siendo inferiores a los máximos alcanzados en 2011, lo cual es consistente con la señal de desaceleración.

Para el consumo del gobierno, Fedesarrollo asume el cumplimiento del MFMP, con lo cual el crecimiento de este rubro de demanda a cierre de 2012 sería del orden de un 3,9% anual, similar al 3,8% anual alcanzado en los primeros seis meses del año.

En lo referente a la formación bruta de capital, se espera que el crecimiento en 2012 sea de 9,7% anual, lo cual sugiere una desaceleración del segundo semestre de 2012 en relación a los primeros seis meses del año. La inversión en maquinaria crecería a tasas anuales del 10,4%, en línea con la pérdida de dinamismo de la industria, en equipo de transporte se expandiría a un 18% anual mientras que la inversión en edificaciones y obras civiles, covariantes con el desempeño sectorial estimado para construcción, cerraría el 2012 con una expansión del 7,4% anual. La pérdida de dinamismo en este componente es consistente con lo que los indicadores líderes permiten avizorar. Las importaciones

Gráfico 40. Consumo de los hogares y cartera de consumo



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

de bienes de capital, por ejemplo, muestran una fuerte desaceleración en el tercer trimestre de 2012, en línea con lo esperado para la inversión total (Gráfico 41).

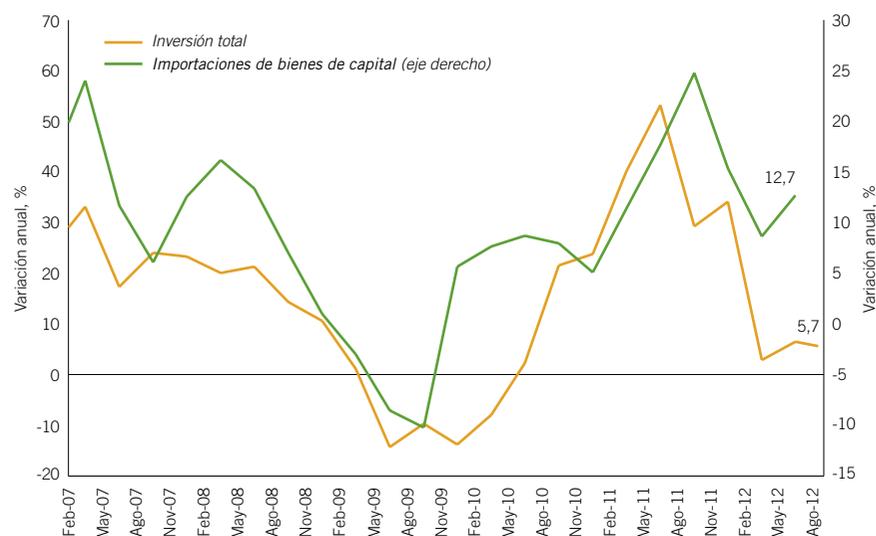
Las estimaciones de crecimiento económico de los socios comerciales de Colombia y las estimaciones de crecimiento del consumo interno permiten estimar a su vez el cierre de las exportaciones e importaciones, respectivamente. Es así como se estima una pérdida de dinamismo en ambos componentes de la balanza comercial, con unas exportaciones que en términos reales pasan de crecer 6,4% anual en el primer semestre del año a crecer un 4,1% anual en el 2012 como un todo y unas importaciones que pasan de una cifra de crecimiento de dos dígitos en los primeros seis meses del año a consolidar un 2012 con expansiones del 9,1%.

4. Prospectiva 2013-2016

4.1. Escenario base

Las previsiones de Fedesarrollo se alimentan de un conjunto de supuestos sobre el desempeño de las variables ma-

Gráfico 41. Inversión total e importaciones de bienes de capital



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

creoconómicas, la producción y precios de algunos productos y el comportamiento de la economía mundial.

En el escenario de mayor probabilidad de ocurrencia (Cuadro 16), Fedesarrollo estima, mediante su modelo de cierre de balanza de pagos, que el tipo de cambio nominal se mantendrá entre los 1.750 y 1.800 pesos por dólar, con una devaluación nominal cercana a cero. El crecimiento del gasto público, por su parte, se supone estable en 3,8% anual, de acuerdo a las estimaciones fiscales del Gobierno; mientras que la inversión pública se desaceleraría exhibiendo tasas de expansión por debajo del 5% anual.

Cuadro 16. Supuestos escenario base

	Unidad/ año	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Variables macro							
Tasa de Cambio (Pesos/US\$)	Promedio anual	1.847	1.798	1.807	1.802	1.785	1.771
Devaluación Nominal Peso	Promedio anual	-2,7	-2,7	0,5	-0,3	-0,9	-0,8
Gasto público	Variación anual (%)	2,6	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
Inversión pública	Variación anual (%)	16,5	7,8	5,4	4,8	4,7	4,8
Inversión privada	Variación anual (%)	5,4	7,4	3,9	4,8	4,7	4,8
Producción y precios							
Producción de café	Miles de sacos 60kg	7.809	8.400	9.300	9.816	10.362	10.940
Precio externo café	USD/libra	2,8	2,1	2,1	2,1	2,1	2,1
Producción petróleo	Miles de barriles promedio día	915	940	1.016	1.083	1.193	1.270
Precios del petróleo WTI	USD/barril	95	96	91	89	87	85
Producción de carbón	Millones de toneladas	86	97	98	100	99	107
Precio de carbón	USD/tonelada	121	94	93	96	102	102
Economía Internacional							
Crecimiento mundial FMI	Variación anual (%)	3,9	3,3	3,6	4,1	4,4	4,5
Crecimiento externo socios comerciales	Variación anual (%)	3,1	3,2	2,9	3,4	3,4	3,4

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

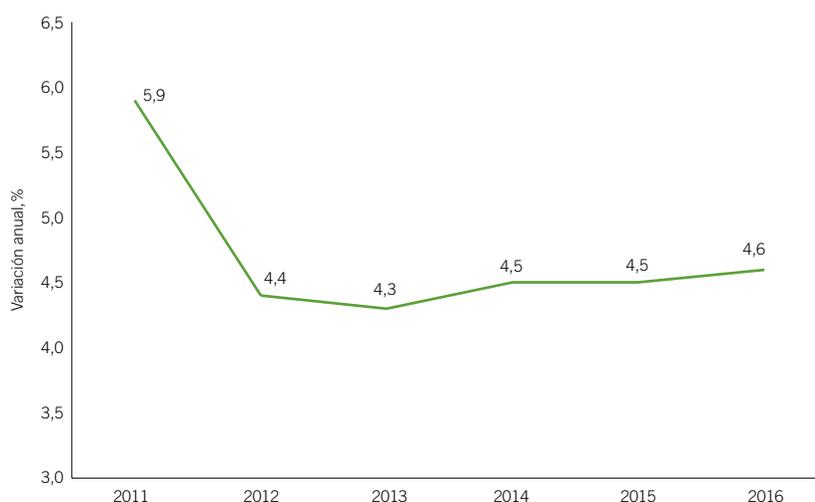
En lo referente a la producción de café, Fedesarrollo estima que se presentará una recuperación gradual en la cosecha pero sin llegar a alcanzar los niveles de los 11 millones de sacos por año para 2016. Los precios del café, entretanto, se suponen en 2,1 dólares por libra, manteniendo invariable el diferencial de precios de la variedad Colombia. También se espera un incremento en la producción de petróleo, superando en 2013 el millón de barriles por día calendario. Sin embargo, las estimaciones de producción que hace Fedesarrollo son menos optimistas que las consignadas por el Gobierno en sus expectativas fiscales de mediano plazo. En cuanto a los precios del crudo, se estima que se encuentre alrededor de los 90 dólares por barril, y que el registro año a año sea ligeramente inferior al que sugieren implícitamente las transacciones en el mercado de futuros en la última semana de octubre, tomadas de Bloomberg. La producción de carbón y su precio se suponen aumentando moderadamente, en línea con los supuestos fiscales del Gobierno.

Finalmente, el crecimiento mundial esperado es el mismo previsto por el FMI, que da cuenta de una recuperación gradual de la economía mundial que la llevaría a tasas de crecimiento de 4,5% en 2016. Sin embargo, el crecimiento relevante para Colombia es el de los mercados de las exportaciones nacionales. Para ello, Fedesarrollo calcula el crecimiento promedio de los socios comerciales de Colombia, ponderados por su participación en las exportaciones colombianas en el periodo 2007-2011, exceptuando carbón y petróleo¹¹. De acuerdo a este criterio, se encuentra que los socios comerciales de Colombia se recuperarán en

los próximos cuatro años, pero a un ritmo inferior al de la economía mundial, de tal forma que mantendrán tasas de crecimiento cercanas al 3,4% anual.

La conjunción de los anteriores supuestos arroja como resultado un año 2013 en el cual la economía colombiana continúa desacelerándose, esta vez de manera leve, alcanzando una tasa de crecimiento de 4,3% anual. Después de 2013 el crecimiento de la economía nacional repunta para ubicarse en 4,5% en 2014 y 2015, y 4,6% en 2016 (Gráfico 42). Como se puede apreciar, el escenario base sugiere una relativa estabilidad en la tasa de crecimiento de la economía colombiana. No existe ningún hecho catastrófico en la economía doméstica o internacional que permita anticipar una descolgada de la economía a niveles por debajo del 4%; asimismo, a diferencia de lo planteado por otros analistas, no hay evidencia numérica en los supuestos del escenario base que permitan esperar un crecimiento por encima del 5% anual en el próximo lustro.

Gráfico 42. Crecimiento del PIB en el escenario base



Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

¹¹ Los principales socios comerciales de Colombia según este criterio son Estados Unidos (23,4%), Venezuela (15,3%), Ecuador (6%), Holanda (5,2%) y Perú (3,6%).

Los modelos de Fedesarrollo permiten, de igual forma, sugerir el desempeño sectorial. En el escenario base, la minería continuaría con tasas de crecimiento cercanas al 7% anual, mientras que la industria, si bien no ahondaría en su crisis gracias a la recuperación de los socios comerciales, mantendría tasas de crecimiento por debajo del 3,5% anual, lo cual significa -a la postre- una pérdida de participación del sector manufacturero dentro de la economía nacional. La construcción y las exportaciones crecerían por encima del PIB, mientras que la agricultura mantendría su tímido crecimiento sin alcanzar en el próximo lustro tasas por encima del 4% (Cuadro 17).

En lo referente al desempeño por el lado de la demanda, Fedesarrollo estima una tasa de crecimiento de la inversión por encima del crecimiento del PIB, lo cual acercaría a

Colombia a niveles de inversión/PIB del orden del 30%. El consumo total, por el contrario, perdería participación, con un consumo privado que no crecería por encima del PIB y un crecimiento en el consumo público aparicado por debajo del 4% anual. Las importaciones, por su lado, protagonizarían una fuerte desaceleración en 2013, para luego estabilizarse entre 2014 y 2016 en tasas de crecimiento alrededor del 5%. Las exportaciones recuperarían lentamente su dinamismo desde 2013, terminando el 2016 con tasas de crecimiento similares a las importaciones (Cuadro 18).

4.2. Escenario alto

En lo que Fedesarrollo ha denominado el escenario alto (Cuadro 19), el tipo de cambio nominal presentaría una apreciación que lo llevaría a romper a la baja la barrera de los

■ Cuadro 17. Crecimiento por el lado de la oferta en el escenario base

	2012	2013	2014	2015	2016
Agricultura	2,8	3,8	3,9	3,8	3,9
Minería	7,5	7,0	6,0	8,4	6,8
Construcción	6,2	4,9	6,3	7,0	5,9
Industria	1,0	3,0	3,1	3,4	3,5
Comercio	3,2	5,2	5,3	4,9	5,4
Servicios	3,7	4,1	4,4	3,9	4,5

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

■ Cuadro 18. Crecimiento por el lado de la demanda en el escenario base

	2012	2013	2014	2015	2016
Por el lado de la demanda					
Consumo privado	4,3	4,3	4,5	4,0	4,6
Consumo público	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
Inversión pública	7,8	5,4	4,8	4,7	4,8
Inversión privada	10,2	4,0	5,9	6,7	5,3
Exportaciones	4,0	4,9	4,4	5,5	5,0
Importaciones	9,0	3,8	4,9	4,7	5,1

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

1.600 pesos por dólar en 2016, con revaluaciones entre el 1 y el 2% entre 2013 y 2016. El crecimiento del gasto público se supone igual que en el escenario base, estabilizándose en 3,8% anual, en línea con las estimaciones fiscales del Gobierno. La inversión pública, de igual manera, se supone tal como en el escenario base, con una desaceleración que la lleva a tasas de crecimiento por debajo del 5%.

En el escenario optimista, la producción de café sobrepasaría los 11 millones de sacos previstos por Fedesarrollo para 2016 en el escenario base, alcanzando 14 millones de sacos en dicho año. Lo anterior vendría acompañado de un comportamiento aún mejor de los precios del café, que llevaría la referencia colombiana a los 2,3 dólares por libra.

En términos de petróleo, el escenario positivo prevé que la producción de Colombia superaría en 2013 el millón de

bpdc, galopando hacia los 1,4 millones de bpdc en 2016. Los precios del crudo de referencia WTI se estiman en este escenario creciente, superando los 100 dólares por barril en 2015 y cerrando el 2016 a 107 dólares por barril (Cuadro 19).

Mientras en el escenario base se supone que la producción de carbón no sobrepasará en los próximos 5 años los 110 millones de toneladas anuales, mientras que el precio permanecerá estabilizado alrededor de 100 dólares por tonelada; el escenario alcista contempla una creciente producción de carbón que cerraría en 116 millones de toneladas en 2016. Más aún, el precio estimado en el escenario alcista se dispararía, de acuerdo a lo supuesto para el petróleo, y se situaría en 116 dólares la tonelada en 2016 (Cuadro 19).

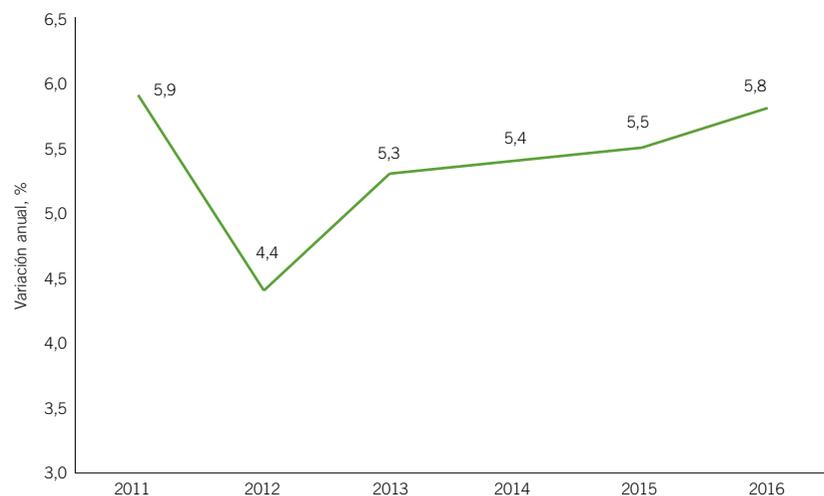
Finalmente, el crecimiento mundial esperado en este escenario es superior al previsto por el Fondo Monetario

II Cuadro 19. Supuestos escenario alto

	Unidad/ año	2011	2012	2013	2014	2015	2016
VARIABLES MACRO							
Tasa de Cambio (Pesos/US\$)	Promedio anual	1.847	1.798	1.780	1.744	1.715	1.689
Devaluación Nominal Peso	Promedio anual	-2,7	-2,7	-1,0	-2,0	-1,7	-1,5
Gasto público	Variación anual (%)	2,6	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
Inversión pública	Variación anual (%)	16,5	7,8	5,4	4,8	4,7	4,8
Inversión privada	Variación anual (%)	5,4	7,4	3,9	4,8	4,7	4,8
PRODUCCIÓN Y PRECIOS							
Producción de café	Miles de sacos 60kg	7.809	8.400	9.800	11.200	12.600	14.000
Precio externo café	US\$/libra	2,8	2,1	2,3	2,3	2,3	2,3
Producción petróleo	KBPD	915	940	1055	1170	1285	1400
Precios del petróleo WTI	USD/barril	95	96	93	99	104	107
Producción de Carbón	Millones de toneladas	86	97	105	107	108	116
Precio de carbón	USD/tonelada	121	94	100	105	111	116
ECONOMÍA INTERNACIONAL							
Crecimiento mundial FMI	Crecimiento anual (%)	3,9	3,3	4,3	4,8	5,0	5,1
Crec. externo relevante para Colombia	Crecimiento anual (%)	3,1	3,2	3,5	4,0	4,1	4,1

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

Gráfico 43. Crecimiento del PIB en el escenario alto



Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

Internacional, con una recuperación más rápida que permitiría tener crecimiento por encima del 5% desde 2015. Así mismo, los socios comerciales de Colombia superarían las tasas de crecimiento de cerca del 3,4% anual supuestas en el escenario base, para expandirse a más de un 4% anual desde 2014.

Los anteriores supuestos serían consistentes con un cambio de tendencia en el crecimiento de la economía colombiana, que pasaría de una expansión de 4,4% en 2012 a crecimientos de 5,8% en 2016 (Gráfico 43). El crecimiento

promedio en el periodo 2012-2016 sería de 5,3%, que se compara de manera favorable frente al 4,6% de crecimiento promedio estimado para el mismo periodo en el escenario base. Más aún, denota una expansión frente al crecimiento promedio del periodo 2001-2011 (4,26% anual), lo cual podría sugerir un cambio estructural en el ritmo de crecimiento con un impulso positivo sobre el crecimiento potencial.

En lo referente al desempeño sectorial, es importante mencionar que el modelo de equilibrio general de Fedesarrollo reproduce el efecto de enfermedad holandesa. Es por ello que un escenario optimista, definido como tal en gran parte por la intensificación del boom en el sector

minero y la mayor demanda mundial por commodities, vendría de la mano de un mayor deterioro en la participación de la industria y la agricultura vía apreciación cambiaria. En efecto, la diferencia en el crecimiento del PIB y del sector industrial es más grande en este escenario que en el base. Construcción y minería, por su parte, continuarían siendo los sectores líderes de la economía nacional (Cuadro 20).

En lo referente al desempeño por componentes de demanda, el escenario optimista sugiere un mayor dinamismo en el consumo de los hogares en 80 pbs de crecimiento en

Cuadro 20. Crecimiento por el lado de la oferta en el escenario alto

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Agropecuario	2,2	2,8	3,8	4,0	3,9	4,1
Minero	14,3	7,5	11,4	9,5	8,5	8,8
Industrial	3,9	1,0	3,4	3,4	4,1	4,5
Construcción	5,7	6,2	6,6	8,4	8,9	9,5
Comercio	5,9	3,2	5,1	5,3	5,4	5,8
Servicios	4,7	4,6	4,7	5,0	5,1	5,5
PIB	5,9	4,4	5,3	5,4	5,5	5,8

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

promedio para el periodo 2013-2016, al compararlo con el escenario base. Pero el gran impulso por el lado de la demanda viene dado por la inversión privada, que pasa de tasas de crecimiento promedio de 5,5% en 2012-2016 a tasas promedio del 8,1% anual de crecimiento en el escenario alto (Cuadro 21).

4.3. Escenario bajo

El escenario pesimista contemplado por Fedesarrollo (Cuadro 22) está gobernado por un pobre desempeño de la economía mundial, así como por una menor producción de café, de petróleo y de carbón en relación al escenario base, fenómeno que se ve acentuado por un desfavorable comportamiento en el precio de los mismos.

En este escenario Fedesarrollo estima, mediante su modelo de cierre de balanza de pagos, que el tipo de cambio nominal flotaría entre 1.800 y 1.900 pesos por dólar entre 2012-2016, con una devaluación anual promedio cercana a 1,3%. El crecimiento del gasto público, por su parte, se supone estable en 3,8% anual, de acuerdo a las estimaciones fiscales del Gobierno; mientras que la inversión se desaceleraría por debajo del 5% anual.

En producción de café, Fedesarrollo asume en este escenario que se mantiene estable alrededor de los 9 millones

de sacos por año, lo cual implica que en 2016 aún no se tienen efectos de la política de renovación de cafetales. Los precios del café, entretanto, se suponen en 1,8 dólares por libra, manteniendo invariable el diferencial de precios de la variedad Colombia (Cuadro 22). Adicionalmente, este escenario contempla la posibilidad de un aumento muy lento en la producción de petróleo, superando apenas en 2016 el millón de barriles por día calendario. En cuanto a los precios del crudo, se estima que disminuyan constantemente desde 96 dólares por barril en 2012 hasta 70 dólares por barril en 2016, lo que se explica en el lento ritmo de recuperación de la demanda internacional. La producción de carbón se asume constante y su precio se supone disminuyendo moderadamente en cada año.

Finalmente, el crecimiento ponderado de los socios comerciales se mantendría alrededor de 2,5%, que da cuenta de los efectos de débil recuperación en la Zona del Euro y Estados Unidos en el caso de presentarse una profundización no catastrófica, es decir, sin ruptura de la unión monetaria, de la crisis fiscal y bancaria en Europa durante el año 2013.

La conjunción de los anteriores supuestos arroja como resultado un año 2013 en el cual la economía colombiana continúa desacelerándose, esta vez de manera más profunda, alcanzando una tasa de crecimiento de 3,3% anual. En 2013

II Cuadro 21. Crecimiento por el lado de la demanda en el escenario alto

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	6,5	4,3	5,2	5,3	5,4	5,7
Consumo público	2,6	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
Inversión pública	16,5	7,8	5,4	4,8	4,7	4,8
Inversión privada	5,4	10,2	6,0	8,3	8,8	9,4
Exportaciones	11,4	4,0	7,2	6,1	5,8	6,5
Importaciones	21,5	9,0	5,8	7,1	7,1	7,4
PIB	5,9	4,4	5,3	5,4	5,5	5,8

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

II Cuadro 22. Supuestos escenario bajo

	Unidad/ año	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Variables macro							
Tasa de Cambio (Pesos/US\$)	Promedio anual	1.847	1.798	1.832	1.856	1.876	1.893
Devaluación Nominal Peso	Promedio anual	-2,7	-2,7	1,9	1,3	1,1	0,9
Gasto público	Variación anual (%)	2,6	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
Inversión pública	Variación anual (%)	16,5	7,8	5,4	4,8	4,7	4,8
Inversión privada	Variación anual (%)	5,4	7,4	3,9	4,8	4,7	4,8
Producción y precios							
Producción de café	Miles de sacos 60kg	7.809	8.400	9.000	9.000	9.000	9.000
Precio externo café	US\$/libra	2,8	2,1	1,8	1,8	1,8	1,8
Producción petróleo	KBPD	915	940	955	970	985	1000
Precios del petróleo WTI	USD/barril	95	96	89	83	76	70
Producción de Carbón	Millones de toneladas	86	97	97	97	97	97
Precio de carbón	USD/tonelada	121	94	93	92	91	90
Economía Internacional							
Crecimiento mundial FMI	Crecimiento anual (%)	3,9	3,3	2,7	3,2	3,5	3,6
Crec. externo relevante para Colombia	Crecimiento anual (%)	3,1	3,2	1,9	2,4	2,5	2,5

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

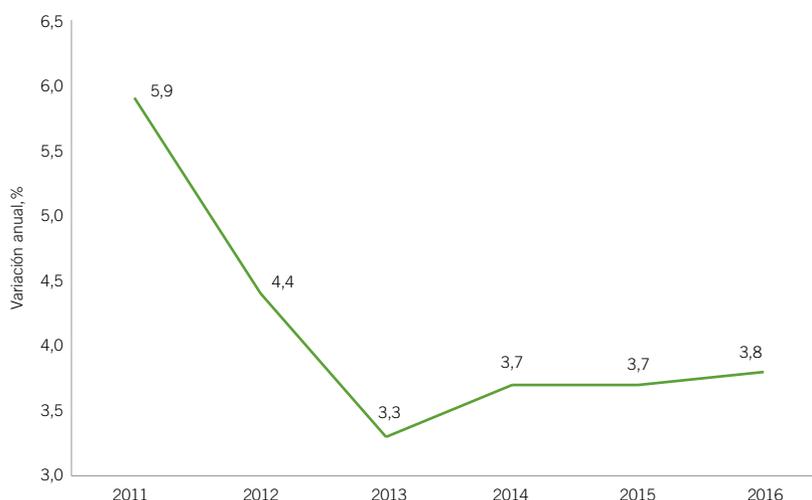
el crecimiento de la economía nacional hace piso para recuperarse hacia el 3,7% en 2014 y 2015, con un crecimiento de 3,8% en 2016 (Gráfico 44). Como se puede apreciar, el escenario bajo sugiere una relativa estabilidad en la tasa de crecimiento de la economía colombiana. Si bien este es un escenario negativo, se puede observar que debido a los buenos fundamentos de la economía, esta continúa expandiéndose a ritmos entre 3 y 4%. Es importante reiterar que este no es un escenario catastrófico en el cual haya una ruptura de la Zona Euro o una caída importante de las principales economías emergentes.

Los modelos de Fedesarrollo permiten, de igual forma, sugerir el desempeño sectorial. En el escenario bajo, la minería se expandiría con tasas de crecimiento cercanas al 1,6% anual, lo que sugiere un agotamiento del boom

minero-energético (Cuadro 23). Por su parte, la industria mantendría tasas de crecimiento por debajo del 3% anual como resultado de la ausencia de una fuerte recuperación de socios comerciales, lo cual significa - a la postre - una pérdida de participación del sector manufacturero dentro de la economía nacional.

En lo referente al desempeño por el lado de la demanda, Fedesarrollo estima un crecimiento del consumo de 3,7% en promedio entre 2012 y 2016 (Cuadro 24). Por su parte, la inversión privada ayudaría a mantener a flote la economía colombiana creciendo a similares a las del PIB. Por su parte, las exportaciones no crecerían por encima del 2,5% después de 2012, mientras que las importaciones exhibirían una aceleración promedio de 2,8%. Dado esto, la contribución del comercio exterior sería negativa en el período analizado.

Gráfico 44. Crecimiento del PIB en el escenario bajo



Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

Cuadro 23. Crecimiento por el lado de la oferta en el escenario bajo

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Agropecuario	2,2	2,8	3,8	3,9	3,8	3,9
Minero	14,3	7,5	1,6	1,6	1,6	1,6
Industrial	3,9	1,0	2,4	2,8	3,1	3,1
Construcción	5,7	6,2	3,2	4,7	4,7	4,9
Comercio	5,9	3,2	3,1	3,5	3,5	3,6
Servicios	4,7	4,6	3,4	3,7	3,7	3,7
PIB	5,9	4,4	3,3	3,7	3,7	3,8

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

Cuadro 24. Crecimiento por el lado de la demanda en el escenario bajo

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Consumo privado	6,5	4,3	3,3	3,6	3,7	3,8
Consumo público	2,6	3,9	3,8	3,8	3,8	3,8
Inversión pública	16,5	7,8	5,4	4,8	4,7	4,8
Inversión privada	5,4	10,2	2,0	3,9	3,9	4,1
Exportaciones	11,4	4,0	2,2	2,3	2,4	2,4
Importaciones	21,5	9,0	1,9	2,9	3,0	3,3
PIB	5,9	4,4	3,3	3,7	3,7	3,8

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

4.4. Proyecciones regionales 2012-2014

A partir de nuestro escenario base de crecimiento en el mediano plazo para la economía colombiana, presentamos un panorama de crecimiento regional para el período 2012-2016. Estas proyecciones se construyeron teniendo en cuenta la composición sectorial de las economías departamentales, asumiendo que los sectores productivos a nivel departamental se comportan de forma similar a los sectores agregados. De

esta forma, se observa cómo el mayor crecimiento se daría en los departamentos donde la producción minera tiene un peso importante dentro del PIB, como es el caso de Casanare y Arauca (Cuadro 25). En términos de pobreza, cabe mencionar que mientras Chocó, el departamento de mayor atraso, crece a tasas superiores que la economía nacional, los departamentos que le siguen en la deshonrosa lista de pobreza, como Cauca, Nariño y Guajira, crecen por debajo del promedio nacional, poniendo límite a la convergencia regional.

II Cuadro 25. Proyecciones regionales 2012-2016

Departamentos	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Amazonas	4,8	3,7	4,2	4,4	4,0	4,5
Antioquia	5,3	4,1	4,2	4,4	4,3	4,5
Arauca	10,8	6,1	6,0	5,4	7,0	6,0
Atlántico	5,3	4,2	4,1	4,4	4,1	4,4
Bogotá D. C.	5,3	4,0	4,1	4,3	4,0	4,4
Bolívar	5,6	4,6	4,1	4,3	4,3	4,3
Boyacá	5,9	4,4	4,5	4,6	4,8	4,7
Caldas	5,0	4,0	4,1	4,4	4,2	4,4
Caquetá	4,7	3,5	4,0	4,2	4,0	4,3
Casanare	10,9	6,0	6,0	5,4	7,0	6,0
Cauca	4,9	4,2	4,1	4,4	4,3	4,4
Cesar	8,7	5,3	5,3	5,0	6,0	5,4
Chocó	8,4	5,1	5,3	5,0	5,8	5,4
Córdoba	6,1	4,1	4,5	4,5	4,8	4,8
Cundinamarca	5,1	4,4	4,1	4,4	4,3	4,4
Guainía	5,0	3,5	4,0	4,2	3,9	4,3
Guaviare	5,1	3,5	4,1	4,3	4,0	4,4
Huila	6,5	4,1	4,5	4,5	4,9	4,8
La Guajira	10,6	6,0	5,8	5,3	6,7	5,9
Magdalena	4,9	3,7	4,0	4,2	3,9	4,3
Meta	10,5	5,9	5,9	5,3	6,8	5,9
Nariño	4,9	3,5	4,1	4,3	4,1	4,4
Norte de Santander	5,2	3,9	4,2	4,4	4,2	4,5
Putumayo	10,0	5,8	5,7	5,3	6,5	5,8
Quindío	4,8	3,5	4,0	4,3	4,0	4,3
Risaralda	5,0	4,0	4,1	4,3	4,2	4,4
San Andrés y Providencia	5,5	3,7	4,4	4,5	4,1	4,6
Santander	5,8	4,8	4,1	4,4	4,4	4,3
Sucre	4,9	3,7	4,1	4,4	4,2	4,5
Tolima	5,9	4,2	4,4	4,5	4,7	4,7
Valle	5,1	4,2	4,1	4,4	4,2	4,4
Vaupés	5,3	3,7	4,1	4,3	3,9	4,4
Vichada	5,9	4,2	4,4	4,5	4,6	4,7
Total Colombia	5,9	4,4	4,3	4,5	4,5	4,6

Fuente: Modelo de Equilibrio General de Fedesarrollo, DANE

INSCRIPCIONES ABIERTAS

ESCUELA DE POSGRADOS

DOCTORADO EN ADMINISTRACIÓN

MBA

- Ejecutivo
- Tiempo Completo
- Tiempo Parcial

MAESTRÍAS

- Finanzas
- Gerencia Ambiental
- Gerencia y Práctica del Desarrollo
- Mercadeo

ESPECIALIZACIONES

- Administración Financiera
- Gerencia de Abastecimiento Estratégico
- Gestión de Riesgo y Control de Instituciones Financieras
- Inteligencia de Mercados
- Negociación

EDUCACIÓN EJECUTIVA

- PROGRAMAS ABIERTOS
- PROGRAMAS CORPORATIVOS
- PASANTÍAS INTERNACIONALES
- RED DESARROLLO EMPRESARIAL (RDE)

Códigos SNIES: Doctorado: 52178, MBA: 1575, MF: 53734, MGA: 53742, MDP: 101272, MM: 53733, Especializaciones: AF 54524, GAE 54526, GRCIF 54523, IM 54525, NEG 54527.



Entre el 1% de escuelas de negocio del mundo con las 3 acreditaciones de mayor prestigio internacional: **AACSB, EQUIS** y el programa MBA con **AMBA**.

Línea de atención: (57-1) 332 4144
Línea gratuita nacional: 018000 123 300
administracion@uniandes.edu.co
<http://administracion.uniandes.edu.co>



BANCOLDEX



SOMOS EL ALIADO DE TODOS LOS EMPRESARIOS DEL PAÍS

Nuestra principal misión es desarrollar productos que respondan a las necesidades de las empresas colombianas de todos los tamaños.

De esta manera, a través del acceso a créditos y del mejoramiento de plazos de pago, impulsamos la **modernización**, la **productividad** y la **competitividad** de nuestras empresas.

PARA CONTAR
CON NOSOTROS,
SIMPLEMENTE
DÍGALE A SU BANCO

*¡Quiero
solicitar un crédito
con recursos de
Bancóldex!*



Línea gratuita nacional
01 8000 18 0710

BOGOTÁ

Calle 28 No. 13A-15, pisos 38 a 42
(+57 1) 742 0281

BARRANQUILLA

Cra. 52 No. 76-167, local 101, centro
comercial Atlantic Center
(+57 5) 385 0632

CALI

Calle 4 Norte No. 1N-04, edificio Torre
Mercurio, barrio Centenario
(+57 2) 485 5213

MEDELLÍN

Calle 7 Sur No. 42-70, oficina 613,
edificio Forum, sector de El Poblado
(+57 4) 604 0141

BUCARAMANGA

Cra. 31 No. 51-74, oficina 1207,
edificio Torre Mardel
(+57 7) 697 0170

PEREIRA

Cra. 13 No. 13-40, Oficina 405,
centro comercial Uniplex Circunvalar
(+57 6) 340 0818

www.bancoldex.com

   @bancoldex

visibleconsultores

SECTOR FINANCIERO Y VARIABLES MONETARIAS

La evolución de la inflación y el desempeño de la actividad económica fueron los principales puntos de referencia para el manejo de la política monetaria en Colombia. En efecto, la crisis europea y la débil recuperación de la economía estadounidense se destacaron como elementos claves para las recientes disminuciones en las tasas de interés a 4,75%. En cuanto a la inflación, no existen riesgos para el cumplimiento de la meta fijada en 3% por el Banco de la República para el año 2012.

La coyuntura externa afecta las decisiones monetarias en dos frentes. En primer lugar, una desaceleración externa reduce la demanda de materias primas, en especial de petróleo. De esta forma, mejora las perspectivas en la inflación de regulados (gasolina y energía), dando un mayor espacio a la política monetaria del Banco de la República. En segundo lugar, el bajo desempeño de las economías desarrolladas restringe el aumento de las exportaciones colombianas deteriorando el desempeño de la actividad económica. En consecuencia, la reacción de la autoridad monetaria es tomar una posición expansiva para contrarrestar la caída en la actividad económica.

1. Diagnóstico

1.1. Tasa de intervención

Este año la política monetaria presentó un cambio en la tendencia, pasó de ser contraccionista a comienzos del año a una posición expansionista en julio y septiembre. Con corte a octubre la JDBR mantuvo la tasa repo en 4,75%. Los principales factores que se tuvieron en cuenta fueron: i)

el buen desempeño de la economía colombiana durante el segundo trimestre de 2012; ii) la desaceleración del crédito; iii) el debilitamiento de la economía mundial y iv) el anclaje de las expectativas de inflación¹². En particular, la autoridad monetaria está a la espera de más información para tener mayor claridad sobre el panorama económico colombiano y la situación internacional.

Ahora bien, de mantenerse esa dinámica y con un crecimiento del PIB de cierre de año de 4,4% y una débil recuperación de la economía mundial esperaríamos una reducción de 25 pbs para final de año, con lo cual cerraría la tasa de referencia del Banco de la República en 4,5% (Gráfico 45).

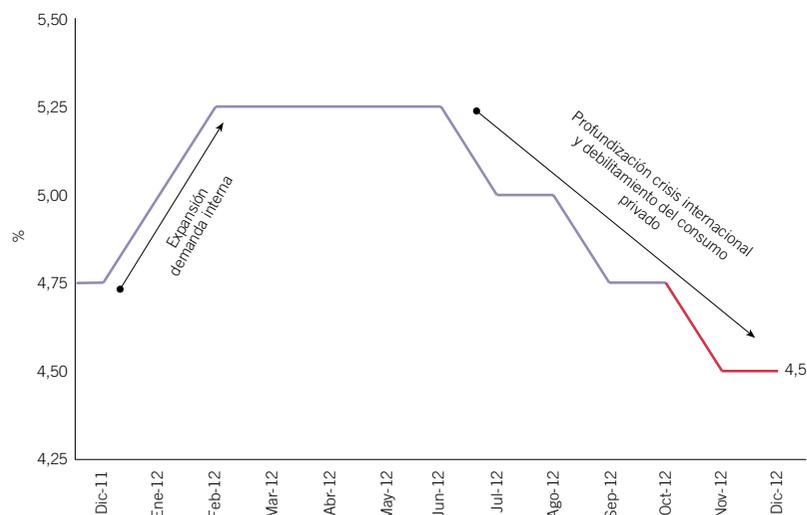
Los resultados de la EOF apuntan hacia una disminución de las tasas de intervención. En febrero, un 2,4% de los encuestados pensaba que la tasa para final de año se ubicaría por encima de 6%. En marzo un 16,3% coincidían en que terminaría en 6%. Con corte a agosto, nadie considera que la tasa a final se ubicaría a final de año en 5,5% o superior, mientras que un 10,8% de los encuestados piensan que se puede ubicar en 4,25%. La mayoría de los encuestados (54,1%) cree que la tasa a final será 4,5%.

1.2. Tasa de captación y de colocación

El comportamiento de la tasa repo es de importancia capital para determinar las demás tasas de interés del mercado. En consecuencia, se espera un movimiento en la misma dirección de las demás tasas, en particular las de referencia del mercado de crédito.

¹² La encuesta de expectativas de inflación del mes de octubre del Banco de la República revela que los analistas esperan que la inflación a final de año se ubique en 3,05%.

Gráfico 45. Tasa repo



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

De acuerdo con las cifras suministradas por el Banco de la República, la tasa de colocación se ubica en 12,06% E.A con corte a septiembre de 2012, mientras que la tasa de captación se encuentra en 5,32% E.A para la misma fecha (Gráfico 46). Con base en nuestros pronósticos para la tasa repo a final de año, se espera que la tasa de captación oscile entre un 4,6 y 4,9% y que la tasa de colocación oscile en promedio entre los 10,9 y 11,6%.

Cuadro 26. Encuesta de Opinión Financiera (% de administradores)

Tasa de Intervención diciembre 2012	Enero	Febrero	Marzo	Abril	Mayo	Junio*	Julio	Agosto
4,00	4,8	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
4,25	0,0	0,0	0,0	2,4	5,0	0,0	0,0	10,8
4,50	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	54,1
4,75	2,4	0,0	0,0	0,0	2,5	2,4	40,0	24,3
5,00	11,9	4,8	2,3	0,0	2,5	22,0	30,0	8,1
5,25	38,1	19,0	9,3	22,0	30,0	51,2	25,0	2,7
5,50	35,7	54,8	44,2	53,7	50,0	19,5	5,0	0,0
5,75	2,4	11,9	27,9	14,6	10,0	2,4	0,0	0,0
6,00	2,4	7,1	16,3	7,3	0,0	0,0	0,0	0,0
Más de 6	0,0	2,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0

* Un 2,4% de los encuestados dijeron 3,25%.

Fuente: Encuesta de Opinión Financiera BVC-Fedesarrollo.

Los márgenes de intermediación financiera (medidos como la diferencia entre la tasa de captación y la tasa de colocación) se ubican en un 6,7%. Ante la reducción de las tasas de interés y los pronósticos para la tasa repo, el margen de intermediación financiera oscilaría entre un 6,3 y un 6,7%.

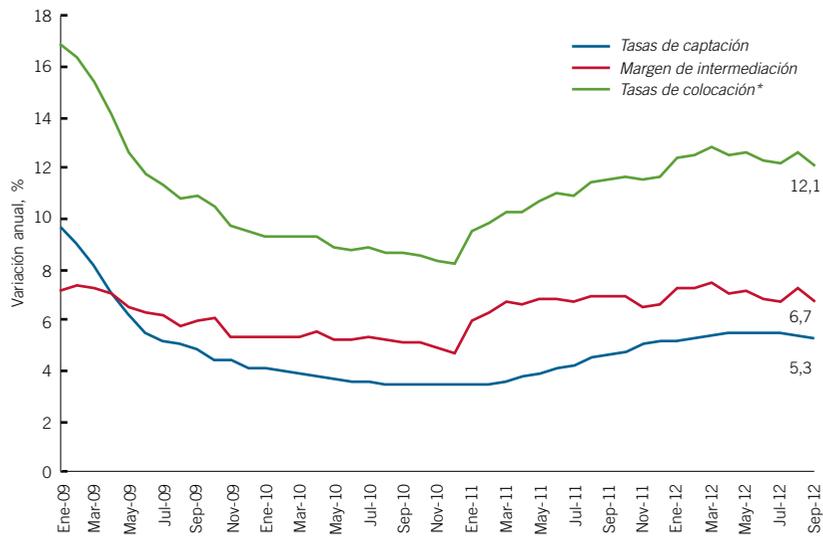
1.3. Inflación

En lo corrido del año 2012 con corte a septiembre, la inflación ha ido disminuyendo en comparación a lo observado en el 2011 (la variación anual se encuentra en 3,08% comparado con el 3,73% de 2011) (Gráfico 47). De esa forma, la probabilidad de incumplimiento de la meta de inflación para el año 2012 es

menor, y por el contrario, se acerca cada vez más al punto medio del rango meta.

La inflación por componentes ha tenido resultados mixtos. Por una parte las presiones por el componente de regulados han venido disminuyendo como consecuencia de la disminución del precio del petróleo, lo cual ha reducido los costos para la producción de gasolina y energía, por

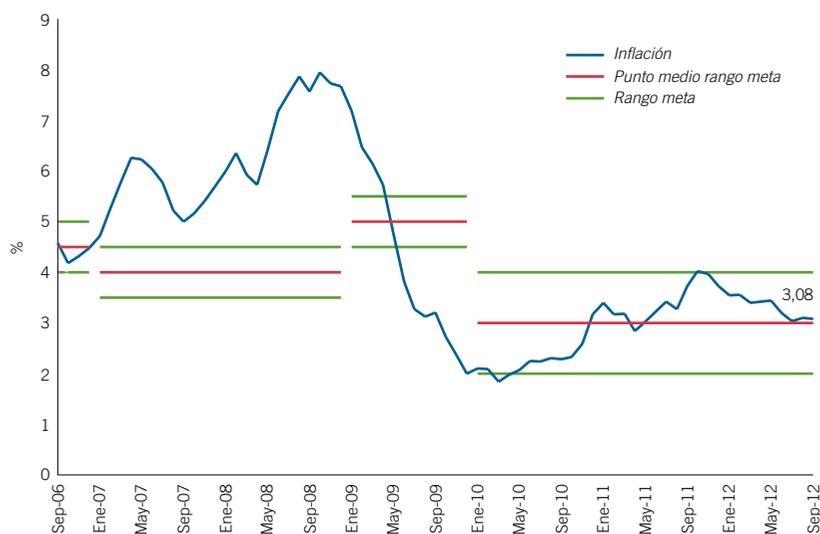
|| Gráfico 46. Tasa de captación, de colocación y margen de intermediación financiera



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

Fuente: Banco de la República

|| Gráfico 47. Inflación y meta de inflación



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

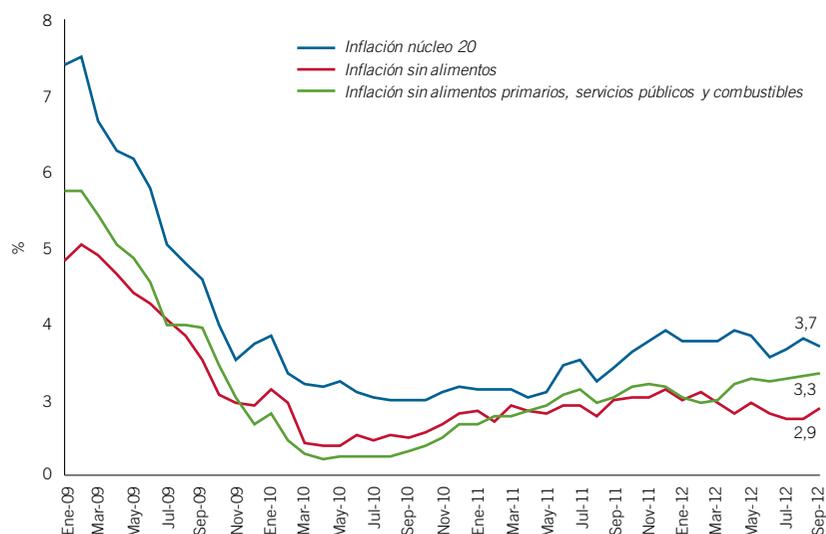
ejemplo, mientras la variación anual con corte a septiembre de 2011 fue de 6,45%, para el año 2012 fue de tan solo 3,32%. Al analizar la inflación por componentes podemos ver que estos se mantienen en el rango meta o por debajo de este (Gráfico 48).

Por otra parte, las presiones por el componente de transables han aumentado de manera leve y muy por debajo de los demás componentes. Su buen comportamiento se debe al desempeño del tipo de cambio en los últimos meses. Finalmente, en el componente no transable ha venido disminuyendo desde el año 2007 como consecuencia de la reducción en la brecha del producto. No obstante, en 2011 presentó un ligero aumento que se desvanecería al cierre de este año por la crisis financiera internacional.

1.3.1. Inflación por el lado del gasto

La principal contribución a la inflación en lo corrido del año con corte a septiembre proviene de la vivienda; este sector aportó el 35% de la variación total de los precios en el periodo

Gráfico 48. Inflación anual por componentes



Fuente: Banco de la República.

evaluado. El segundo componente fue alimentos, que aportó un 34% de la variación total. El tercer rubro de mayor variabilidad fue educación con un aporte del 13% (Cuadro 27).

En los últimos cinco años los alimentos han sido un rubro clave para la determinación final de la inflación; además tiene una particularidad muy importante y es que no está ligada al manejo de la política monetaria sino a los choques de oferta

Cuadro 27. Inflación por componentes de gasto

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
TOTAL	5,01%	7,57%	3,21%	2,28%	3,73%	3,08%
Alimentos	6,96%	12,77%	2,23%	1,72%	5,71%	3,63%
Vivienda	4,21%	6,69%	4,59%	3,53%	3,88%	3,46%
Vestuario	1,75%	-0,02%	-0,28%	-1,40%	0,30%	0,55%
Salud	6,78%	5,29%	5,52%	4,20%	3,18%	4,69%
Educación	5,30%	5,95%	6,36%	4,00%	4,59%	4,62%
Diversión	2,19%	-0,51%	1,87%	-1,13%	-0,04%	0,66%
Transporte	5,40%	5,55%	1,31%	2,37%	2,72%	2,37%
Comunicaciones	-5,61%	4,61%	3,01%	-1,91%	0,92%	2,80%
Otros Gastos	4,29%	4,50%	4,36%	3,25%	2,19%	1,49%

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

(es decir al clima, las plagas, etc.). Por ejemplo en el año 2008 la inflación de alimentos fue del 13% debido a razones asociadas al costo de fletes y a factores de tipo climático, al tiempo que tenía lugar una importante desaceleración de la demanda interna.

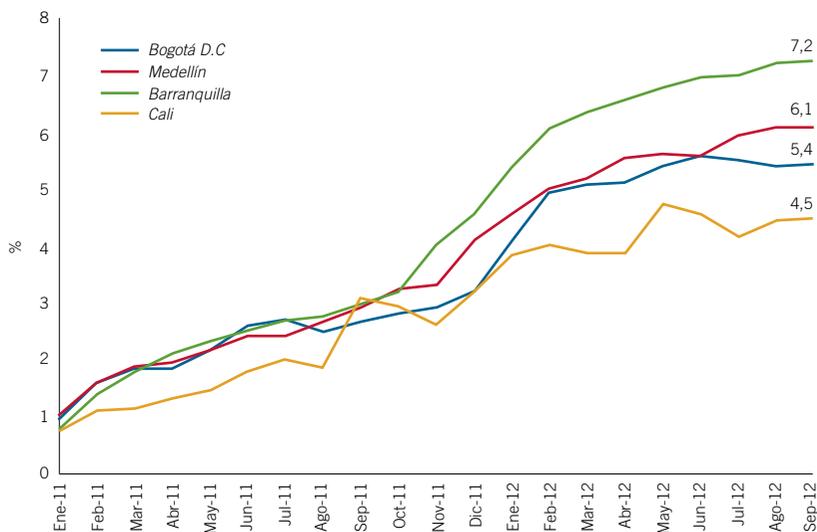
1.3.2. Inflación por ciudades

De las cuatro ciudades más importantes del país, Barranquilla tuvo el mayor encarecimiento de un 7,2% desde principios de 2011 hasta septiembre de 2012 (Gráfico 49). Para el mismo periodo, Medellín fue la segunda ciudad con mayor alza en los precios con una variación de un 6,1% mientras que Bogotá tan solo aumentó en un 5,4%. La ciudad con una menor inflación para el periodo evaluado fue Cali, le diferencia es explicada en mayor parte por el comportamiento en 2012.

1.3.3. Expectativas de inflación

Las expectativas de inflación, tal como se capturan en las

Gráfico 49. Inflación acumulada desde enero de 2011 hasta septiembre de 2012 por ciudades



Fuente: DANE.

encuestas del Banco de la República, se han ajustado a la baja reflejando el desempeño observado de los precios y para septiembre se ubicaron en 2,9%. Por su parte, la inflación implícita en los mercados de capitales, calculada a través de los diferenciales de los bonos de renta fija sin indexar y aquellos indexados a la inflación, se ubica por debajo del punto medio del rango meta fijado por el Banco de la República. En efecto, con corte al mes de septiembre la inflación implícita para final de año rodeaba un 2,4% pese a un cambio en la tendencia que se presentó hasta el mes de agosto donde alcanzó un mínimo de 2% (Gráfico 50).

Gráfico 50. Expectativas de inflación



Fuente: Banco de la República.

1.3.4. Inflación por componentes

1.3.4.1. Transables

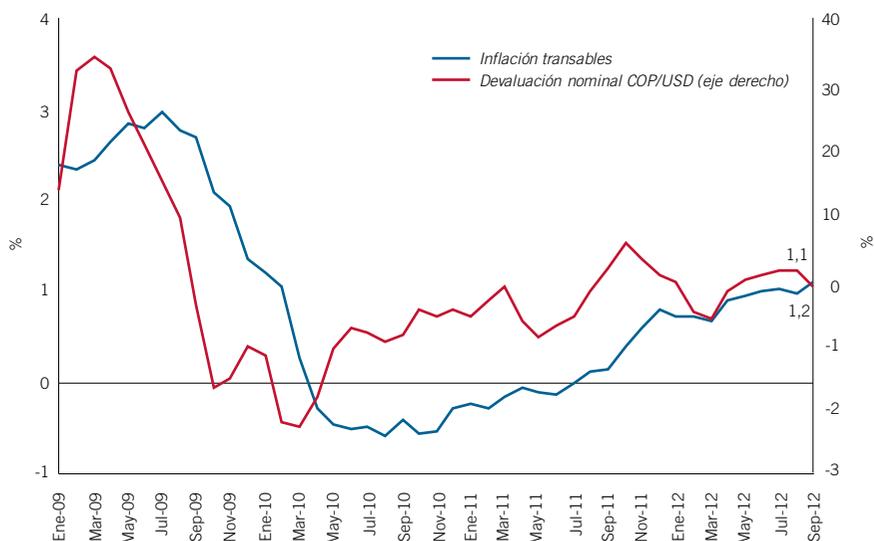
La inflación de transables para el mes de septiembre de ubicó en 1,09%, 94 pbs por encima de la inflación observada en el mismo mes del año 2011 (Gráfico 51). Además, la variación mensual mostró un aumento con

respecto a agosto, mes en el cual el incremento del precio de los transables fue de 0,97%.

Uno de los principales determinantes de la inflación de transables es el tipo de cambio, cuyo comportamiento ha sido a la baja gracias a las entradas de capital y a los altos ingresos de divisas por exportaciones de productos básicos. Ahora bien, la continua intervención del Banco de la República mitiga una posible materialización de los riesgos bajistas del tipo de cambio, manteniéndolo en un nivel cercano a los actuales y no permite caídas extraordinarias en la inflación de transables.

En cuanto a los riesgos alcistas, una mayor profundización de la crisis europea y una mayor desaceleración de la economía china, se transmitiría a los países emergentes a

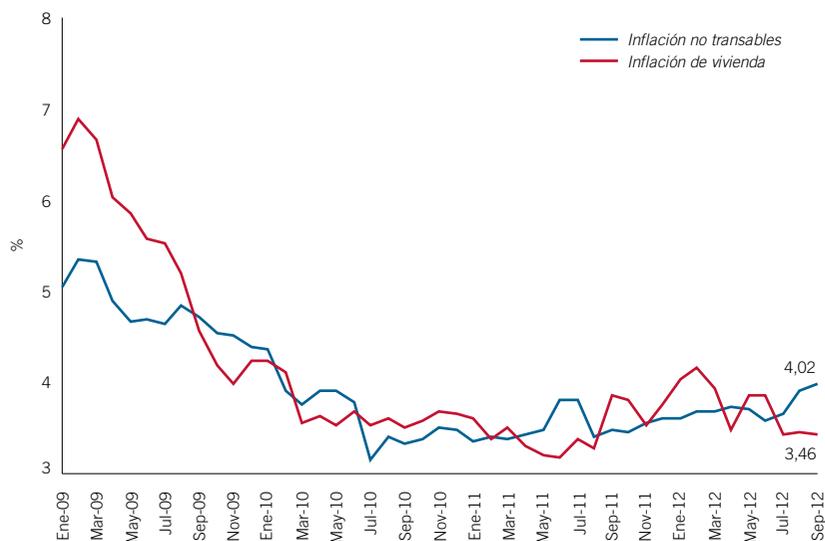
Gráfico 51. Inflación anual de transables vs. Depreciación



Fuente: DANE y Banco de la República.

través de menores precios internacionales de las materias primas y de una mayor percepción de riesgo por parte de los inversionistas que posiblemente se reflejaría en menores entradas de capital presionando al alza el tipo de cambio.

Gráfico 52. Inflación anual de no transables vs. Inflación anual de vivienda



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedearrollo.

1.3.4.2. No transables

La inflación de no transables con corte al mes de septiembre de 2012 se ubicó en 4,02% ligeramente superior al techo del rango meta fijado por el Banco de la República y por encima del 3,94% del mes inmediatamente anterior. Además, 52 pbs por encima del dato observado el mismo mes para el año anterior (Gráfico 52).

No obstante lo anterior, la desaceleración de la demanda interna libera presiones a la inflación de los no transables. El rubro de arrendos que tiene un peso cercano al 20% de la canasta familiar ha aumentado de manera persistente a lo largo del año. Por otra parte,

la desaceleración del crédito hipotecario del 32,9% en diciembre de 2011 a 17,9% con corte a agosto de 2012 muestra una disminución en la dinámica en los apalancamientos de las compras de vivienda. Por otra parte, la inflación de vivienda muestra una desaceleración importante y para este año no presionaría al alza la inflación de no transables.

1.3.4.3. Regulados

La inflación de este componente con corte a septiembre se ubicó en 3,32% una reducción de 0,19 pps con respecto al dato del mes inmediatamente anterior. Además, una disminución de 3,13 pps con respecto a septiembre de 2011 cuando se ubicó en 6,45% (Gráfico 53). La inflación de regulados es el componente con un mayor ajuste con respecto a 2011 gracias a la conjunción de dos fenómenos. Por un lado, fue importante el ajuste de las tarifas de la Alcaldía de Bogotá para los estratos uno y

Gráfico 53. Inflación anual de regulados vs. Precio gasolina



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

dos para el acueducto y el alcantarillado. Por otro lado, los menores incrementos en el precio de la gasolina también explican la disminución de la inflación de regulados en el último año. En particular los precios de los combustibles se han podido mantener gracias a la apreciación del peso y a la estabilidad en el precio promedio del petróleo, que en 2011 fue de 95 dólares y para este año ha sido de 96 dólares. Los menores aumentos en el precio de la gasolina también tuvieron su impacto en un menor ajuste de los costos de producción para el sector de transporte, contribuyendo a la reducción de la inflación de regulados.

Gráfico 54. Inflación anual de alimentos



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

1.3.4.4. Alimentos

La inflación de alimentos con corte a septiembre fue de 3,63%, con una disminución en 38 pbs con respecto al mes inmediatamente anterior (Gráfico 54). Al compararse con el mismo mes del año 2011 se evidencia una contracción de 2,08 pps. La menor profun-

Recuadro 3. Los dilemas frente a la apreciación

El manejo del tipo de cambio es uno de los temas que menor consenso genera entre los economistas alrededor del mundo; basta con observar los diversos regímenes de política cambiaria de *jure* y de *facto* a lo largo del mundo para comprobarlo. Nombrando algunos casos, se encuentra China con un tipo de cambio fijo, pasando por Perú con un esquema que intenta minimizar al máximo la volatilidad del tipo de cambio y Brasil con controles de capital e intervención directa del mercado. Por su parte, Colombia mantiene intervenciones diarias y anunciadas tratando de minimizar el ruido en el mercado cambiario.

El debate en Colombia se ha agudizado en los últimos meses, con algunos sectores arguyendo un impacto irreversible de la apreciación cambiaria sobre la industria, la cual podría tener consecuencias estructurales en el mediano plazo (una reprimarización de la economía). La gran pregunta sin responder se refiere a la capacidad que tiene la política cambiaria para moderar la apreciación real del peso de manera sostenible y el grado en el cual ello depende de una política fiscal que contribuya de mejor manera a aumentar el ahorro nacional.

El primer punto que vale la pena enfatizar es que la intervención del Banco de la República en el mercado cambiario no necesariamente impide revaluaciones adicionales del peso. Bajo ciertas condiciones puede incluso reforzarlas si dicha intervención estimula mayores entradas de capital.

Un segundo punto tiene que ver con el costo de las intervenciones. De acuerdo con el Banco de la República, dicho costo es aproximadamente de 9.000 millones de pesos por cada 100 millones de dólares de intervención.

En efecto, si en el año 2011 las compras diarias llegaron al valor de los 3.700 millones de dólares entonces el costo aproximado para la intervención cambiaria sería de 333 mil millones de pesos, una cifra cercana a las pérdidas obtenidas en lo corrido del año 2011 que fueron de 356 mil millones de pesos. La razón para ello se encuentra fácilmente mediante un vistazo a las cuentas del Emisor. Al adquirir divisas, el Banco de la República debe compensar el correspondiente efecto monetario mediante la venta de otros activos rentables, que típicamente están representados por títulos TES y que mientras están en su poder le representan una fuente importante de ingreso. Así, a medida que aumentan las reservas internacionales, los ingresos operacionales por otros conceptos (intereses sobre TES) se reducen significativamente, lo cual no alcanza a ser compensado por la rentabilidad que se obtiene en el mercado internacional mediante la inversión de esas reservas.

Tanto la experiencia colombiana como la internacional sugieren que las posibilidades de moderar un proceso de apreciación cambiaria radica críticamente en la capacidad del país correspondiente para generar ahorro y sacarlo del país, ya sea mediante fondos de estabilización, como lo ha hecho Chile a través de su fondo del cobre y de grandes inversiones en el exterior de sus fondos de pensiones, o mediante mecanismos que permitan al banco central financiar la acumulación de reservas internacionales. Esto último es lo que ha sucedido en el caso del Perú, donde el gobierno utiliza su amplio superávit fiscal para acumular recursos en moneda extranjera en el banco central y permitir a éste último intervenir de manera agresiva en el mercado cambiario, llevando las reservas internacionales a más de 50.000 millones de dólares.

didad y un menor impacto de los desastres naturales, la moderación de la demanda interna y unos menores costos de producción fueron las principales razones que explicaron este comportamiento.

Como se mencionó anteriormente, la inflación de alimentos es el componente con mayor grado de incertidumbre, ya que en gran medida depende del comportamiento del clima y de fenómenos naturales comparándolo con las decisiones de política monetaria. Se espera que para este año, la inflación de alimentos se contraiga por dos razones fundamentalmente. La primera es la reducción en la inflación de los alimentos perecederos (en el año 2011 este componente fue de mayor variación gracias al Fenómeno de la Niña), y la segunda un crecimiento moderado de la demanda mundial de alimentos.

1.4. Agregados Monetarios

El crecimiento de la demanda de efectivo presentó un descenso en los últimos meses. Mientras que para enero el crecimiento anual era de 7,46%, para el mes de agosto fue de tan solo 1,58% (Gráfico 55). Este comportamiento está altamente relacionado con la caída que presenta el comercio minorista, sector en el cual las transacciones se realizan en su mayor parte en efectivo.

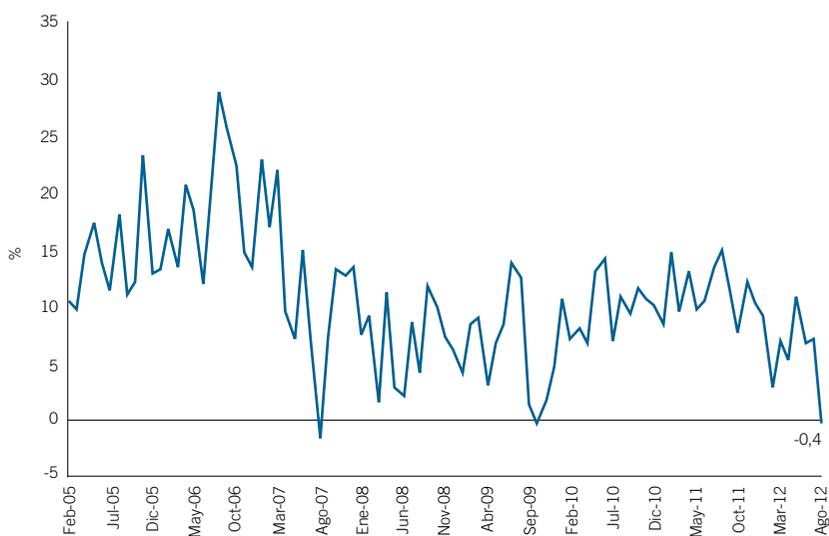
Ahora bien, el comportamiento de las reservas bancarias no cambió la tendencia del efectivo para la base monetaria. Esta última tenía en enero un crecimiento real anual de 9,11%, cifra que decreció a 0,4% para el mes de agosto (Gráfico 56). En lo corrido del año 2012 con corte a agosto el crecimiento real promedio de la base monetaria fue de

|| Gráfico 55. Crecimiento anual del efectivo real



Fuente: Banco de la República.

|| Gráfico 56. Crecimiento anual de la base monetaria real



Fuente: Banco de la República.

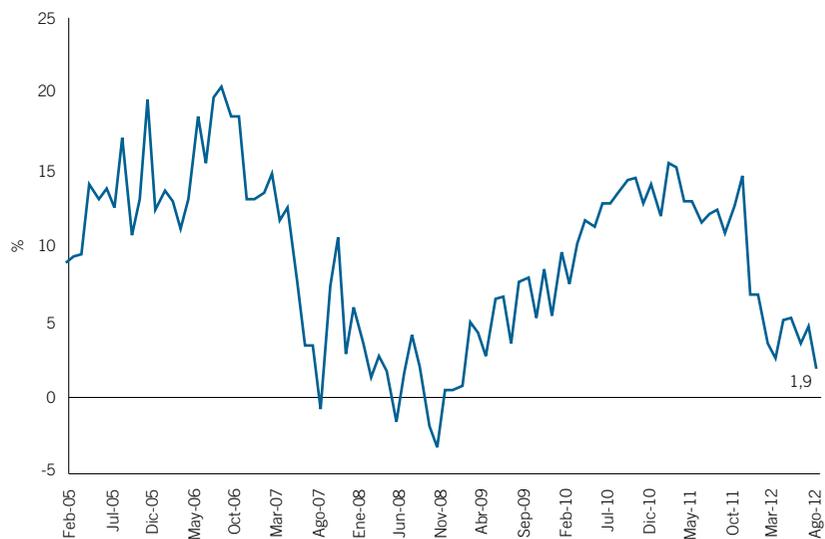
6,06%, para el mismo periodo del año anterior el crecimiento real promedio fue de 11,31%.

En línea con el comportamiento de la base monetaria y el efectivo, la variación real de M1 presentó un descenso en los crecimientos de este año. Para 2012, el crecimiento

de M1 con corte a agosto fue de 4,19%, en cuanto al 2011 fue de 13,07% para el mismo periodo. Por otra parte, en las cifras puntuales la variación anual de M1 en enero fue de 6,77% mientras que para agosto fue de 1,86% (Gráfico 57). Este comportamiento es consistente con el manejo de la tasa repo.

En cuanto a las cuentas de ahorro y los CDT, sus tasas de crecimiento real vienen en descenso pero en niveles relativamente altos. Después de alcanzar un récord para febrero de 2012 (19,86%), esas tasas han ido cayendo hasta niveles de 14,49% para el mes de agosto (Gráfico 58).

Gráfico 57. Crecimiento anual de M1 real



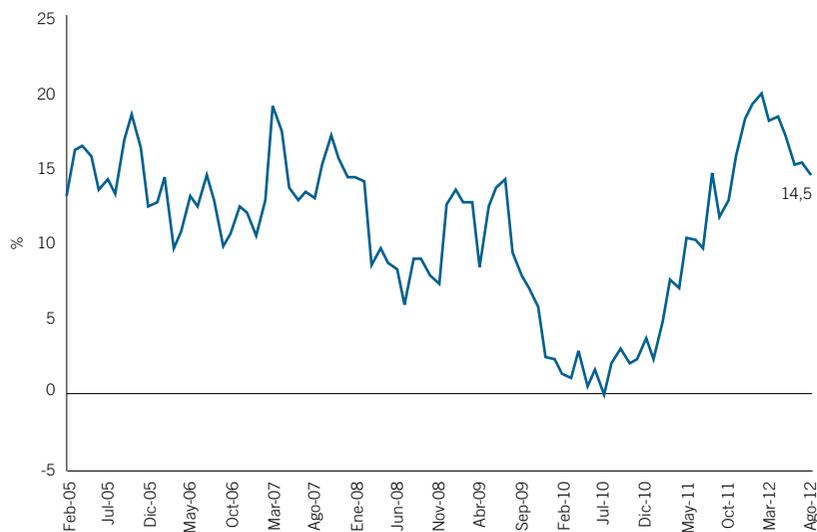
Fuente: Banco de la República.

1.5. Carteras de crédito

El crédito muestra una moderación en los crecimientos gracias a la desaceleración de la demanda interna y al aumento de la tasa de referencia del Banco de la República evidenciada a finales del año pasado y comienzos de este

año. No obstante, aún sigue creciendo por encima de PIB nominal lo que indica que el ritmo al que crece continúa siendo importante y con posibilidad de apalancar la demanda de los hogares. El crecimiento nominal del crédito se ubica en niveles de 17,3% mientras que el crecimiento real está en el orden del 12,8% (Gráfico 59).

Gráfico 58. Crecimiento cuentas de ahorro y CDT



Fuente: Banco de la República.

De continuar con la tendencia reciente, el total de la cartera aumentaría para este año en 37,2 billones de pesos, pese a ser una cifra significativa, no igualaría la variación presentada en 2011 que fue de 39,4 billones de pesos.

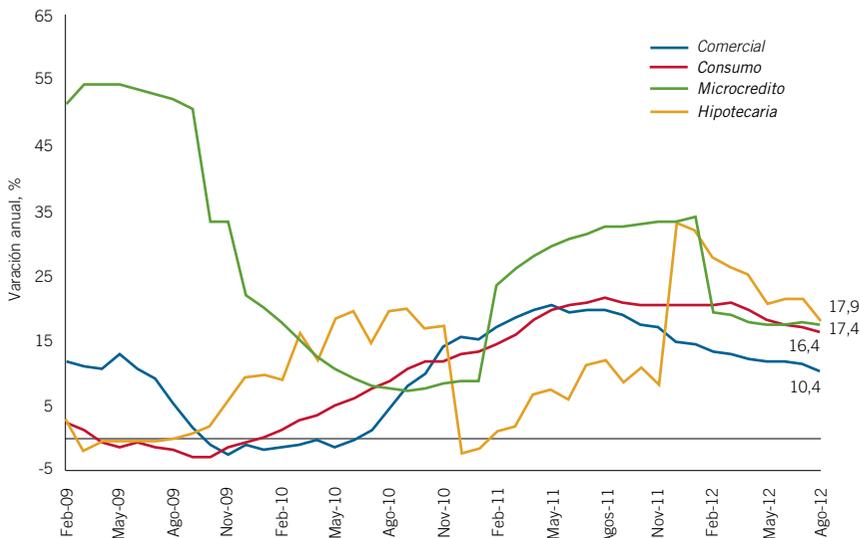
La evolución del crédito por componentes muestra un crecimiento asimétrico. Por un lado el crédito hipotecario registra crecimientos reales del 17,9%, mientras el crédito comercial crece a tasas reales del 10,4% (Gráfico 60). No obstante, dado el alto peso relativo de la cartera comercial, es el que contribuye en mayor medida al crecimiento de la cartera total.

Gráfico 59. Cartera total de crédito real



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 60. Cartera real por componentes



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

La cartera de consumo ha ido ganando terreno en el crédito total para los últimos años. Mientras que en el 2005 pesaba un 20%, ahora está en niveles cercanos al 30%. Dicho avance en la participación ha sido a costa de un retroceso en la importancia relativa de la cartera hipotecaria y de la cartera comercial.

Un mercado que todavía no cuenta con la suficiente profundidad en Colombia es el de microcrédito. El peso del sector con respecto a la cartera total es del 2,8%. No obstante, en el periodo reciente ha empezado a despegar, creciendo a niveles del 22,4% real en los últimos tres años en comparación del 12% de la cartera hipotecaria y de consumo y un 10% de la cartera comercial. Este mercado tiene mucho potencial, en especial en aquellos sectores donde la bancarización es baja y depende del mercado de crédito informal.

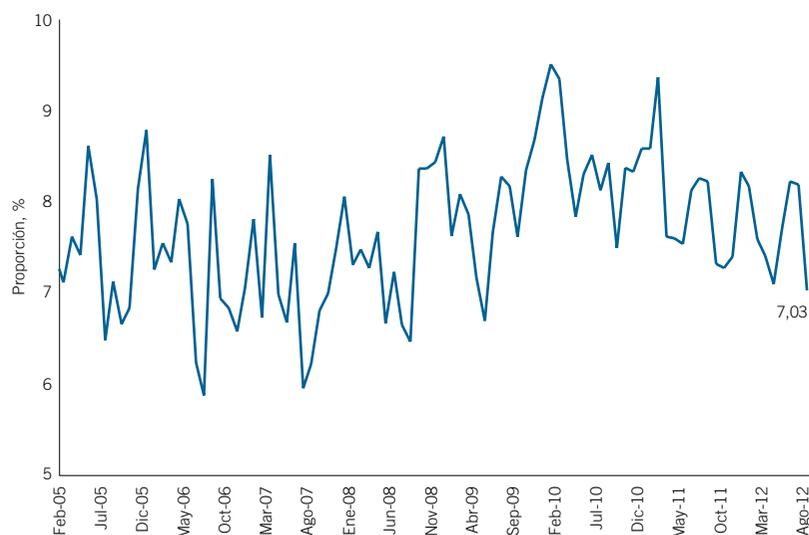
1.6. Vulnerabilidad financiera

El sector financiero es de los que tiene mayor impacto sobre el resto de la economía. En consecuencia es importante analizar cómo se encuentra el sistema financiero ante un posible choque externo, tanto así que la crisis de 2009 no tuvo mayor impacto sobre el sistema financiero en comparación de un gran número de países.

En primer lugar se tiene en cuenta el indicador de nivel de reservas sobre la cartera. En la medida que el nivel de reservas sea más alto, los bancos pueden dar más confianza al sistema y minimizar las probabilidades de crisis. Las reservas en relación a la cartera se han mantenido a lo largo del tiempo sin presentar una tendencia bien definida. Este indicador oscila entre un 5,88% y un 9,51%.

El promedio en los últimos tres años ha mostrado un ligero repunte. Mientras que el promedio de las reservas sobre la cartera en el periodo 2005-2009 fue de 7,4% para el periodo de 2010-2012 ha sido de 8,1%. El dato puntual con corte a agosto de 2012 fue de 7,03% (Gráfico 61).

Gráfico 61. Reservas/cartera total



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

En cuanto a la cartera de crédito total vencida empieza a crecer nuevamente a ritmos positivos, después de que en 2010 y en 2011 mostrara un importante descenso. Para agosto de 2012 creció a ritmos reales de 17,1% después de que en el mismo mes del año anterior tuviera un decrecimiento real del 11,2% (Gráfico 62).

Si bien este comportamiento significa un deterioro en la cartera en términos absolutos, en términos relativos con respecto al total de cartera sigue estando por debajo del promedio de los últimos 5 años y lejos del máximo para este periodo. La proporción de la cartera vencida sobre la cartera total para agosto de 2012 fue de 3% en comparación con el 3,6% promedio de los últimos cinco años y el 4,8% para mayo de 2009 como récord histórico.

En cuanto a los componentes de la cartera vencida, la cartera de consumo está creciendo más rápidamente. Este comportamiento

difiere de la tendencia de los últimos años. Entre julio 2009 y octubre de 2010 la cartera vencida de consumo creció en promedio a ritmos negativos (-13,8%), siendo la de una mayor variación porcentual para ese periodo. Con corte a agosto el crecimiento de la cartera vencida del crédito de consumo es de (27,1%) el sobre-endeudamiento de los años 2010 y 2011 junto con un crecimiento menos rápido del ingreso de los hogares fueron las principales causas (Gráfico 63).

El indicador de mora (cartera vencida/cartera total) para Colombia presentó un retroceso en 2012 después de alcanzar un mínimo de 2,5%. Para agosto de 2012 aumentó a niveles de 2,95%, no obstante todavía se encuentra

alejado de los niveles presentados en la crisis financiera internacional, donde se acercó a un 5% (Gráfico 64).

Ahora bien, las provisiones como proporción de la cartera vencida han ido aumentando en promedio en los últimos

Gráfico 62. Cartera de crédito real vencida

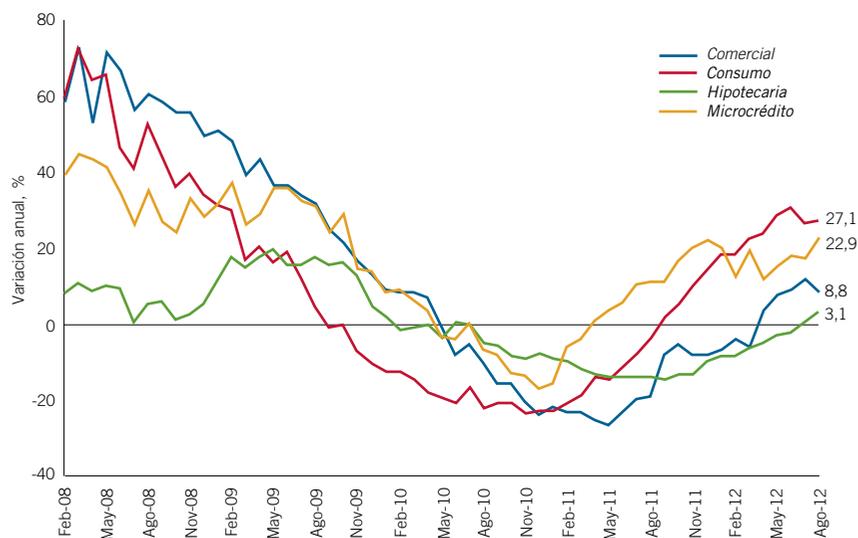


Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

5 años, alcanzando un mínimo en diciembre de 2011 con una razón de 2,5 mientras que con corte a agosto de este año es de 1,54 (Gráfico 65). A pesar de que el nivel sigue

siendo relativamente saludable y se mitigan posibles riesgos de crédito y de mercado, es necesario continuar con la tendencia decreciente en el mediano plazo.

|| Gráfico 63. Cartera de crédito vencida por componentes



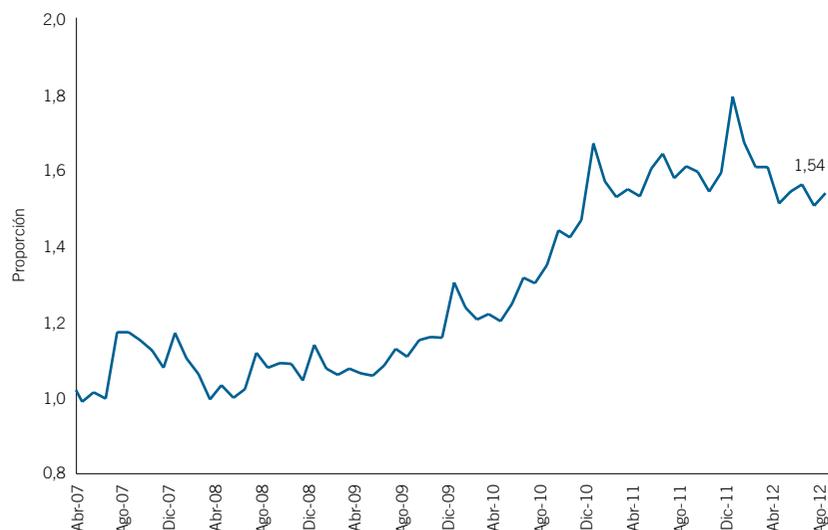
Fuente: Superintendencia financiera y cálculos Fedesarrollo.

|| Gráfico 64. Indicador de mora (Cartera vencida/Cartera total)



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 65. Provisiones/ Cartera vencida



Fuente: Superintendencia Financiera y cálculos Fedesarrollo.

1.7. Bolsa de Valores

Después de la recuperación presentada desde principios de 2009 hasta finales de 2010 en el cual el Índice General de la Bolsa de Valores de Colombia (IGBC) pasó de 7.623 puntos a 15.496 puntos en 2011 hubo una reversión a la tendencia finalizando el año en 12.665 fundamentalmente por la incertidumbre en la economía europea, el comportamiento de los mercados financieros internacionales y hechos importantes como la rebaja en la calificación de la deuda americana. Para 2012, a principios de año se recuperó el IGBC hasta alcanzar el 2 de mayo un máximo de 15.460 puntos y se redujo nuevamente de tal forma que se mantiene en niveles ligeramente superiores a los 14.000 puntos (Gráfico 66).

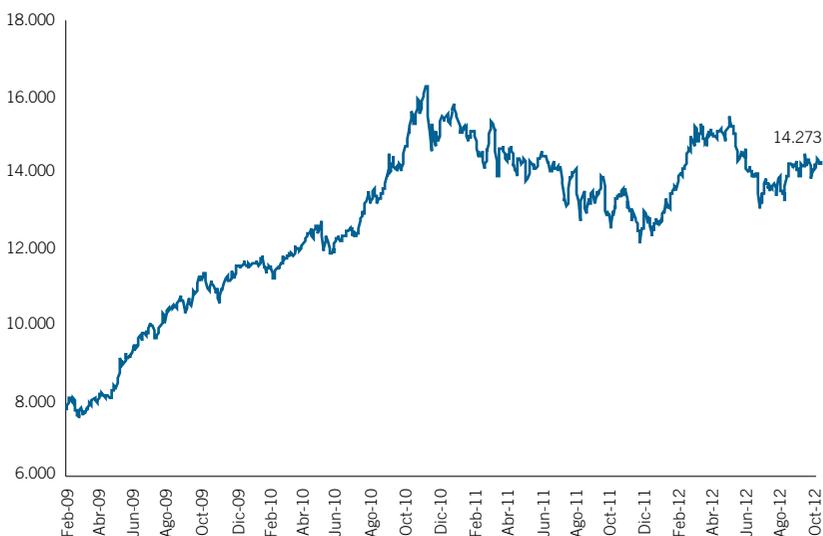
2. Proyecciones

Las proyecciones de inflación en el largo plazo tienden a tener un margen de error

alto debido a la incertidumbre sobre fenómenos que tienen un impacto significativo en el crecimiento del nivel de precios. Los desastres naturales, los conflictos políticos en los países petroleros y todos los posibles choques de oferta por su naturaleza propia no se pueden pronosticar. En este ejercicio se mantiene consistencia con el resto de la actividad económica, las cuentas fiscales y el comportamiento del sector externo. Dentro de los supuestos implícitos está la continuidad del esquema de inflación objetivo adoptado por el Banco de la República y que cuya meta de inflación se mantenga en un 3%.

Para el pronóstico de la inflación se adoptó un sistema de indicadores líderes asociados a los supuestos usados en todas las proyecciones. Por ejemplo, para la inflación de transables, la variable más importante fue el comportamiento del tipo de cambio, seguido de las condiciones económicas internacionales. Para la inflación de no transables la variable relevante fue la brecha del producto.

Gráfico 66. Evolución IGBC



Fuente: Bloomberg.

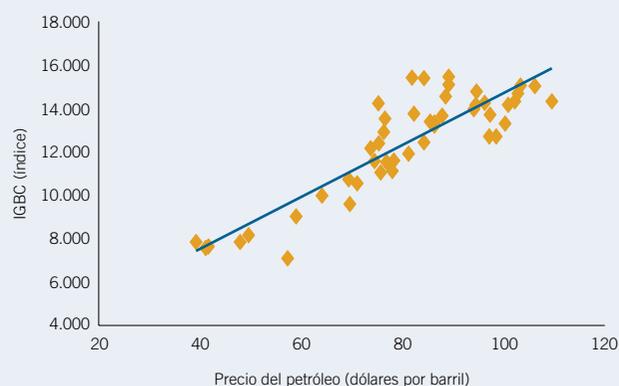
Recuadro 4. Petróleo y Bolsa de Valores

Los mercados de valores en los países desarrollados son una referencia importante para el desempeño actual y posterior de su economía. La flexibilidad para realizar transacciones y en consecuencia la rápida formación de precios permiten un mejor ajuste que el observado en otro tipo de mercados (como el laboral o el de bienes y servicios). Por ejemplo, el Dow Jones y el SP 500 (principales indicadores del mercado de valores de Estados Unidos) crecían a niveles negativos a comienzos de 2008 anticipando el panorama negativo para la economía norteamericana, mientras en el momento que toda la economía sufría las consecuencias de la crisis en el año 2009, los índices del mercado de valores volvían a tener crecimientos positivos.

En línea con lo anterior, en los países desarrollados la diversificación y profundidad de los mercados de valores ayudan a la consistencia entre el sector financiero y el sector real. En efecto, la información de bolsa se vuelve un insumo fundamental para revelar las expectativas de los inversionistas y como indicador líder de la actividad económica permite una mejor planeación de la política económica.

Ahora bien, en Colombia la comunicación entre lo real y lo financiero no es tan fluida y por el contrario está estrechamente ligada a la variación del precio del petróleo. La correlación del IGBC y el precio del petróleo entre noviembre de 2008 y hasta septiembre de 2012 fue de 87% y su relación en crecimientos anuales en el mismo periodo fue de un 70% (Gráfico R4.1). Lo anterior no resulta sorprendente teniendo en cuenta el peso de Ecopetrol y en general de las empresas de minero-energéticas dentro del mercado accionario.

Gráfico R4.1. IGBC y precio del petróleo



Fuente: Bolsa de Valores de Colombia y EIA.

Esta situación tiene un elemento circunstancial y uno estructural. El primero es que las empresas petroleras por economías de escala tienden a ser grandes, pocas y con una gran capitalización, mientras que las de otros sectores como el comercio, existe una mayor cantidad de compañías de menor valor y por lo tanto una menor posibilidad de acceder al mercado accionario. El elemento estructural es el mayor peso que ha ido ganando el sector de hidrocarburos en relación con los demás sectores productivos.

El camino por recorrer sigue siendo grande en términos de profundización y diversificación del mercado de valores. A pesar de la evolución de los últimos 10 años, quitando el sector de hidrocarburos es un mercado incipiente que puede ofrecer muchas posibilidades de financiación para la expansión empresarial, un indicador más robusto como fuente de información y a su vez servir como una alternativa de ahorro para los hogares.

En cuanto a la tasa repo se estimó a través de una regla de Taylor y con base a esas estimaciones se usó como insumo para la estimación de la DTF.

2.1. Escenario Base

En el escenario base esperamos un leve repunte de la inflación a niveles de 3,1% para el año 2013. Una inflación de transables del orden de 1,2% siempre y cuando continúen las presiones cambiarias a la baja. La inflación de no transables se ubicará en 3,6% en niveles cercanos a los presentados durante el 2012 (Cuadro 28).

Para el 2014, se espera un aumento en la tasa de inflación a un 3,2% bajo una recuperación de la demanda mundial que aumentaría de manera importante el precio de los alimentos. En cuanto a la política monetaria se espera un cierre de 2013 de 4,5% y para 2014 de 4,75% mientras que una DTF de 4,86% para 2013 y de 5,12 para 2014.

2.2. Escenario Alto

En el escenario alto se espera que la política monetaria sea contraccionista para suavizar el ciclo económico. Así las cosas, los aumentos en la tasa de intervención del Banco de la República se transmitirían hacia la DTF.

La inflación de no transables aumentaría principalmente por las presiones de demanda. Incluso se prevé que con crecimientos por encima del 6% la inflación de no transables se ubicaría por encima del techo del rango meta. De otra parte, ese mejor panorama de crecimiento económico aumentaría los flujos provenientes de inversión extranjera directa y en general el superávit de la cuenta de capitales fortaleciendo el peso y reduciendo aún más la inflación de transables.

Como es de esperarse la inflación agregada se incrementaría con un máximo en 2015 en niveles de 3,7% (Cuadro 29).

2.3. Escenario Bajo

En caso de una mayor profundización de la crisis financiera internacional esta se transmitiría por distintos mecanismos a la economía colombiana, teniendo un efecto negativo sobre la evolución de la inflación. No obstante, bajo estas condiciones la probabilidad de un Sudden Stop (una caída repentina en los flujos de capital) aumentaría, depreciando el peso y de esa forma incrementando el precio de los bienes transables.

La inflación de no transables tendría menos presiones de demanda y se acercaría al punto medio del rango meta del Banco de la República. En cuanto a la política monetaria

II Cuadro 28. Pronóstico monetario escenario base: inflación, inflación por componentes, repo, DTF

		2012	2013	2014	2015	2016
Pronóstico PIB	Variación anual, %	4,4	4,3	4,5	4,5	4,6
Pronóstico inflación	%	2,9	3,1	3,2	3,4	3,2
Inflación anual sin alimentos	%	2,7	3,2	2,8	3,1	2,9
Pronóstico inflación anual de transables	%	0,8	1,2	1,4	1,8	1,6
Inflación anual de no transables	%	3,64	3,62	3,75	3,94	3,89
Pronóstico tasa repo cierre del año	%	4,50	4,50	4,75	5,00	5,25
Pronóstico DTF cierre del año	%	4,99	4,86	5,12	5,32	5,45

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

habría una posición expansiva en tasas que oscilarían entre el 4,25 y 4,75% (Cuadro 30).

En conclusión, aun en el mediano plazo bajo los tres escenarios no se prevé un riesgo de incumplimiento de la meta. Además, han mejorado las condiciones del mercado financiero para enfrentar una desaceleración de la actividad

económica. El comportamiento de las expectativas muestra una mayor confianza en la autoridad monetaria y finalmente el papel determinante de los últimos tres años del Banco de la República para mantener la estabilidad macroeconómica debe continuar para consolidar un marco institucional adecuado que permita a la economía romper con la historia y apuntarle a mayores tasas de crecimiento económico.

II Cuadro 29. Pronóstico monetario escenario alto

		2012	2013	2014	2015	2016
Pronóstico PIB	Variación anual, %	4,4	5,3	5,4	5,5	5,8
Pronóstico inflación	%	2,9	3,3	3,4	3,7	3,5
Inflación anual sin alimentos	%	2,7	3,5	3,2	3,3	3,1
Pronóstico inflación anual de transables	%	0,8	1,1	1,2	1,5	1,3
Inflación anual de no transables	%	3,64	3,84	3,94	4,21	4,10
Pronóstico tasa repo cierre del año	%	4,50	5,00	5,25	5,50	5,75
Pronóstico DTF cierre del año	%	4,99	5,21	5,48	5,71	6,02

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

II Cuadro 30. Pronóstico monetario escenario bajo

		2012	2013	2014	2015	2016
Pronóstico PIB	Variación anual, %	4,4	3,3	3,7	3,7	3,8
Pronóstico inflación	%	2,9	3,0	3,1	3,0	2,9
Inflación anual sin alimentos	%	2,7	3,1	2,6	2,8	2,7
Pronóstico inflación anual de transables	%	0,8	1,5	1,8	2,1	1,9
Inflación anual de no transables	%	3,64	3,21	3,45	3,74	3,41
Pronóstico tasa repo cierre del año	%	4,50	4,25	4,50	4,75	4,50
Pronóstico DTF cierre del año	%	4,99	4,42	4,76	4,98	4,74

Fuente: Modelo de Equilibrio General Macroeconómico de Fedesarrollo.

www.larepublica.co

LR
LA REPÚBLICA



PRECISIÓN

Conozca el poder de las grandes decisiones económicas con la profundidad, investigación y análisis oportuno que le brinda la **precisión** para actuar en el mundo de los negocios.



RIPE



SERVICIOS **IN**FORMATIVOS

monitor
MEMORIA ECONÓMICA DE COLOMBIA

p1nnews



aplicación móvil.

Suscripciones: Bogotá 422 7600 opción 1-1-1 Línea Gratuita Nacional 018000 510 051 o desde nuestro sitio web

1. Contexto internacional

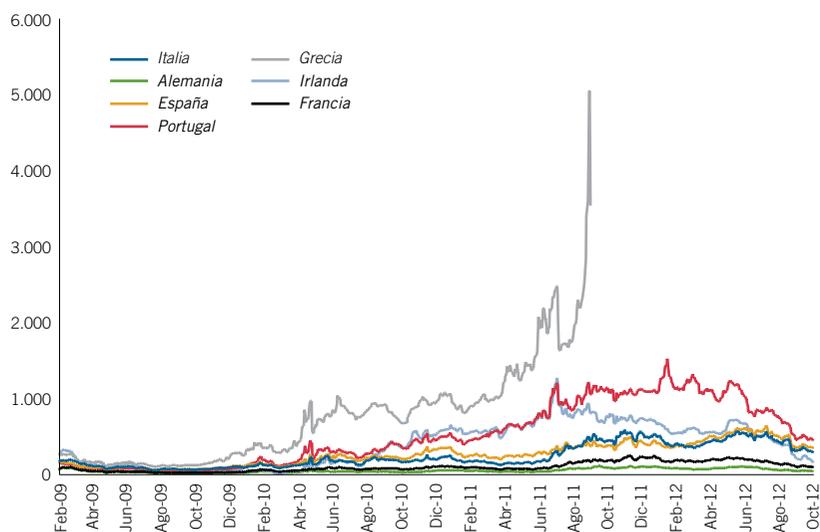
En lo corrido de 2012 se ha profundizado la crisis en la zona del euro y paulatinamente se ha incrementado el contagio hacia otras economías. La actividad económica en esta región del mundo muestra un marcado deterioro a partir del desempeño de algunos países como Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España. Durante el segundo trimestre de 2012, la zona del euro (EU-17) en su conjunto exhibió una contracción anual de 0,4%. La caída más importante del producto interno bruto se presentó en Grecia, al contraerse a una tasa anual de 6,2%, seguido por Portugal, Italia y España, cuyo producto disminuyó 3,3, 2,6 y 1,3%, respectivamente. Por su parte, el PIB de Irlanda sufrió una ligera contracción de 0,5%. Asimismo, los indicadores más recientes muestran un deterioro más pronunciado. En agosto, la producción industrial de la zona del euro se contrajo 2,9% en términos anuales, jalonada por la caída en la producción de bienes durables e intermedios la cual cayó 4,9% en ambos casos. Las mayores disminuciones de la producción industrial se presentaron en Italia, España y República Checa que presentaron caídas del 5,2, 3,2 y 3,1%, respectivamente. Adicionalmente, los problemas de la periferia europea ya se hacen extensivos a sus economías más importantes, en particular, la producción industrial de Alemania mostró una caída anual de 1,6% durante el mes de agosto.

Las tasas de desempleo continúan en aumento a partir de las reformas fiscales necesarias para garantizar la sostenibilidad fiscal en el largo plazo y su consecuente de-

terioro económico. Durante el mes de septiembre de 2012 la tasa de desempleo de la zona del euro fue de 11,6%, es decir, 1,3 pps mayor en relación al mismo mes de 2011. La situación más crítica la enfrentan los países con dificultades para atender sus obligaciones fiscales. En agosto de 2012, las tasas de desempleo más altas de la zona fueron la de España y Grecia, 25,8 y 25,1%. Por el contrario, el desempleo se mantiene en niveles de un dígito en Austria (4,4%), Luxemburgo (5,2%), Holanda (5,4%) y Alemania (5,4%).

No obstante lo anterior, el riesgo de una catástrofe con ruptura del euro medido por los Credit Default Swaps (CDS) parece haberse reducido en los tres últimos meses (Gráfico 67). Tal parece que el fortalecimiento del fondo de rescate europeo creado a comienzos del 2012, el compromiso de España para salvaguardar a su débil sector bancario, así como

|| Gráfico 67. CDS a 5 años de los PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España)



Nota: Los CDS a 5 años de Grecia no se transan desde septiembre 16 del año 2011.
Fuente: Bloomberg.

la voluntad política griega para enfrentar su crisis fiscal ha favorecido la confianza de los mercados, hecho que se ve reflejado en la caída de los CDS. Sin embargo, la superación de la crisis está lejos de materializarse. Las presiones sobre la deuda pública española continúan en aumento teniendo en cuenta que el gobierno español sería el garante del rescate adicional que necesitaría la banca comercial. Es importante señalar que hasta la fecha no existe una decisión del gobierno español acerca de solicitar el rescate, lo que implicaría inevitablemente someterse a las directrices de la zona del euro y el FMI. Claro está, las reformas económicas solicitadas por los prestamistas tienen un carácter recesivo, lo que dificulta aún más el cumplimiento de las obligaciones y la recuperación en el corto plazo.

El desempeño económico de la economía norteamericana en 2012 continúa siendo débil y evidencia fallas estructurales que impiden un jalonamiento decisivo a la economía mundial. Lejos de la dinámica exhibida en los últimos trimestres de 2011 y el primer trimestre de 2012, durante el segundo trimestre de 2012 el PIB de Estados Unidos se expandió 1,3% trimestre anualizado (ta) frente al 2,0% (ta) alcanzado en el primer trimestre. Adicionalmente, los datos más recientes de la actividad económica de Estados Unidos son más positivos. En octubre la tasa de desempleo aumentó 1 pps en relación al mes inmediatamente anterior, ubicándose en 7,9%. Valga decir, la menor de los últimos cuatro años. Por su parte, la producción industrial en septiembre se expandió 0,4% frente a agosto cuando se contrajo 1,4%. En términos anuales, la producción industrial creció 2,8%.

2. Evolución reciente del sector externo colombiano

2.1. Balanza de pagos

Gran parte del desempeño externo de Colombia en lo corrido del año, hasta junio, se encuentra descrito en la balanza de pagos. Así pues, durante el primer semestre de 2012 se

registró un déficit en la cuenta corriente de US\$4.806 millones, lo que equivale a 2,7% del PIB del primer semestre. En términos comparativos, respecto al primer semestre de 2011, el déficit corriente se amplió 0,3% del PIB. Este comportamiento se explica en el aumento de los egresos por remisión de utilidades y el déficit en el comercio exterior de servicios, rubros que se han visto favorecidos por la fortaleza de la economía doméstica pese al entorno internacional adverso.

Durante el primer semestre de 2012 el déficit en cuenta corriente fue financiado ampliamente por el superávit en la cuenta de capital y financiera que se ubicó en US \$6.747 millones, es decir, 3,8% del PIB del primer semestre de 2012, 0,2% mayor al alcanzado en igual período del año inmediatamente anterior. Por su parte, la acumulación de reservas internacionales fue de US\$2.204 millones (1,2% del PIB), US\$230 millones menos que el primer semestre de 2011, y los errores y omisiones se estimaron en US\$263 millones.

2.1.1. Evolución de la cuenta corriente

En términos de los componentes de la cuenta corriente, el déficit de US\$4.806 millones se explica en la imposibilidad del superávit comercial de US\$3.351 millones y las transferencias corrientes por \$US2.302 millones de compensar los egresos netos por rentas de factores que sumaron US\$7.968 y los egresos netos por comercio exterior de servicios ubicados en US\$2.492 millones (Cuadro 31).

2.1.1.1. Balanza comercial

El superávit de la balanza comercial de US\$3.351 millones en el primer semestre de 2012 parte de unos ingresos por exportaciones (incluyendo las operaciones especiales de comercio exterior) de US\$30.690, superiores en 11,1% a los percibidos en el primer semestre de 2011, frente a unos egresos por importaciones de US\$27.339, que representa un aumento 10,5% respecto al valor registrado en igual periodo

de 2011. Es importante destacar que en términos trimestrales el superávit comercial se ha venido haciendo más pequeño. Mientras que el primer trimestre el superávit comercial fue de US\$2.440 millones, en el segundo trimestre se registró un superávit de apenas US\$911 millones. Esto se explica en gran medida por la mayor desaceleración de las exportaciones en relación a las importaciones como consecuencia de la desaceleración económica mundial y el comportamiento de

los precios de productos básicos, en particular el petróleo y el carbón. Mientras que en el primer y segundo trimestre de 2012 las exportaciones se expandieron a tasas del 21,5% y 2,1%, respectivamente, en esos mismos periodos de 2011 la aceleración fue de 34,9 y 44,8%, respectivamente. Por su parte, las importaciones se expandieron a tasas de 12,6 y 8,6%, en el primer y segundo trimestre de 2012, frente a tasas de 18,1 y 23,4% en los mismos periodos de 2011.

■ Cuadro 31. Resumen del comportamiento de la cuenta corriente, 2012-1S vs. 2011-1S (Millones de dólares)

	2011	2011-1S	2012-1S	Variación 2012-1S vs. 2011-1S (%)
Balanza comercial	5.487	2.936	3.538	20,5
Exportaciones	56.216	26.993	29.974	11,0
Café	2.608	1.509	1.014	-32,8
Petróleo y derivados	27.954	13.152	15.763	19,9
Carbón	8.397	3.926	4.229	7,7
Ferroníquel	827	401	475	18,4
No tradicionales ¹	16.430	8.006	8.493	6,1
Importaciones	50.728	24.057	26.435	9,9
Bienes de consumo	10.347	4.644	5.308	14,3
Bienes intermedios	21.180	10.438	11.836	13,4
Bienes de capital	19.201	8.975	9.291	3,5
Operaciones especiales de comercio exterior ²	21	-49	-187	*
Balanza de servicios	-4.647	-1.997	-2.492	24,8
Exportaciones	4.856	2.360	2.586	9,6
Importaciones	9.503	4.357	5.078	16,5
Renta de los Factores	-15.831	-7.013	-7.968	13,6
Intereses netos	3.229	1.677	1.558	-7,1
Utilidades y dividendos netos	12.600	5.333	6.413	20,3
Remuneración de empleados neta	2	3	-3	*
Transferencias corrientes netas	4.938	2.242	2.302	2,7

* Variación superior al 200%

¹ Las exportaciones de oro no monetario y esmeraldas se reclasificaron en el grupo de las exportaciones no tradicionales.

² Incluye principalmente las transacciones de bienes entre las zonas francas y el resto del mundo, y las reexportaciones y/o reimportaciones de bienes originadas en operaciones de comercio exterior bajo modalidad de arrendamiento financiero.

Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

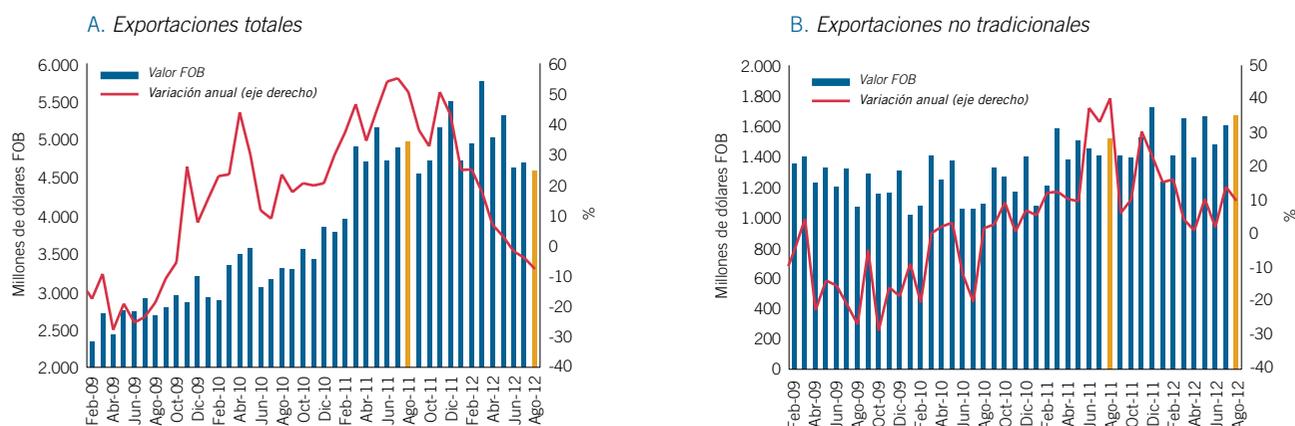
De hecho, la información más reciente del comportamiento de las exportaciones publicada por el DANE muestra una desaceleración más profunda. Durante el mes de agosto, las exportaciones se contrajeron a una tasa anual de 7,6% (Gráfico 68, panel A). Esta contracción estuvo jalonada por la caída de 55,3% de las exportaciones de carbón, segunda fuente más importante de generación de divisas para Colombia después del petróleo. Si bien esta caída refleja la caída de precios y la menor demanda internacional por este mineral asociada a cambios tecnológicos en la explotación del gas en los Estados Unidos, también es atribuible a la huelga de los trabajadores de la mina La Jagua, de la compañía Glencore, que se extiende desde el 19 de julio hasta la fecha. Asimismo, en agosto se observó una disminución de 2,9% en las exportaciones de petróleo. Por su parte, las ventas externas de café y ferróniquel se aceleraron a tasas del 14,8 y 6,8%, respectivamente, y las exportaciones no tradicionales aumentaron 9,9% (Gráfico 68, panel B).

Entre enero y agosto de 2012 el valor FOB acumulado de las exportaciones alcanza los US\$39.874 millones, lo que representa un incremento de 7,7% respecto al mismo período en 2011. Este crecimiento contrasta con el incremento de 44,1% alcanzada en igual periodo de 2011. Es importante

resaltar que si se restan las ventas de combustibles y oro, se observa apenas un ligero incremento de 1,2% en lo corrido de 2012.

El comportamiento de las exportaciones colombianas se puede analizar de acuerdo con la intensidad tecnológica de los diferentes productos (Cuadro 32). En esta perspectiva, su crecimiento ha estado liderado por las exportaciones primarias (7,9%) que representan el 65% de las exportaciones totales, mientras que las exportaciones de bienes industrializados crecieron 4,5% en el mismo período (y representan el 28,8% de las exportaciones totales). Dentro de estas, las exportaciones de menor dinamismo han sido las basadas en recursos naturales (derivados del petróleo, cemento, vidrio y alimentos preparados) que exhibieron una contracción de 0,3% y las de baja tecnología (principalmente textiles, calzado y manufacturas de cuero, muebles y productos plásticos), que se aceleraron tan sólo 2% (Cuadro 32). Finalmente, las exportaciones de mayor dinamismo son las manufacturas de alta tecnología (máquinas para procesamiento de datos, equipos de televisión, transistores, turbinas y equipos generadores de energía, entre otros) cuyo crecimiento en lo corrido del año supera el 40%, si bien su participación en el total de exportaciones apenas se acerca al 1%.

Gráfico 68. Evolución mensual de las exportaciones totales y las no tradicionales



Fuente: DANE.

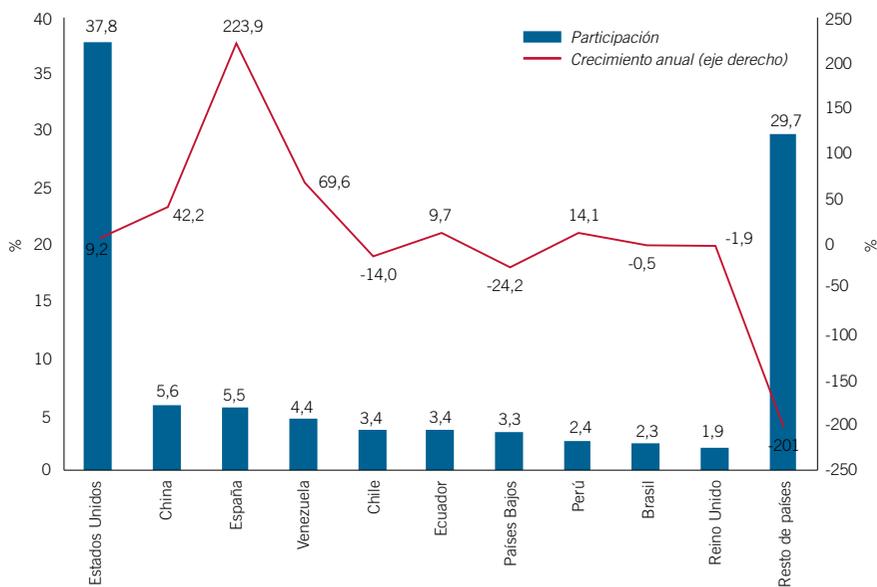
II Cuadro 32. Exportaciones según intensidad tecnológica, 2012

	Enero-agosto		Agosto	
	Valor FOB (millones de dólares)	Variación respecto a igual período en 2011, %	Valor FOB (millones de dólares)	Variación respecto a igual período en 2011, %
Bienes primarios	25.926	7,9	2.663	-15,8
Bienes industrializados	11.469	4,5	1.580	5,9
Manufacturas basadas en recursos naturales	5.593	-0,3	749	-0,5
Manufacturas de baja tecnología	1.921	2,0	248	0,5
Manufacturas de tecnología media	3.134	7,8	446	11,3
Manufacturas de alta tecnología	821	42,3	137	49,2
Otros	2.478	22,4	346	11,3
Total	39.874	7,7	4.589	-7,6

Fuente: DANE.

En el Gráfico 69 se presenta la participación de los destinos económicos más importantes en las exportaciones acumuladas entre enero y agosto de 2012. Es importante resaltar que durante este período, diez economías demandaron el 70% de las ventas externas, siendo Estados Unidos el más importante con una participación de 37,8%, seguido por China, España y Venezuela, con participaciones del 5,6, 5,5 y 4,4%, en su orden. Los países que jalonaron la expansión de las exportaciones en lo corrido de 2012 fueron España, Estados Unidos y Venezuela. Las ventas hacia el primero de estos países se incrementaron 223,9% entre enero y agosto de 2012 en relación al mismo período en 2011, lo que se explica fundamentalmente por la expansión de 230,3% de las exportaciones de combustibles y aceites minerales. Por su parte, las exportaciones hacia Estados Unidos aumentaron 9,2% y hacia Venezuela 69,9%. Es preciso destacar que las exportaciones hacia

II Gráfico 69. Exportaciones totales por país de destino en el período enero-agosto de 2012



Fuente: DANE

Venezuela han crecido constantemente desde junio de 2011. No obstante, las ventas acumuladas en lo corrido de 2012, hasta agosto, por US\$1,7 miles de millones, aún se encuentran lejos de los niveles de 2008 y 2009 cuando

superaban los US\$3 miles de millones teniendo en cuenta el mismo período de comparación.

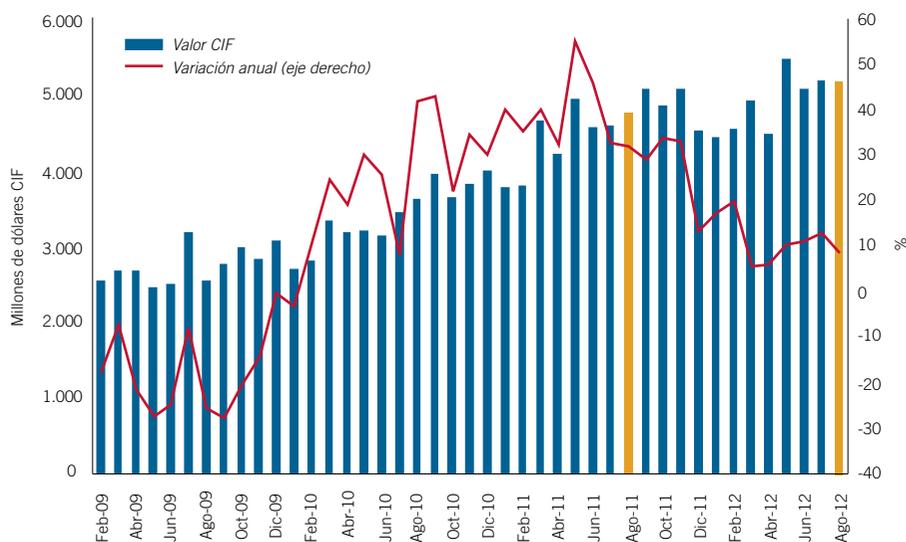
Por su parte, en relación con las importaciones, se puede señalar que su dinámica ha exhibido una moderación importante respecto al 2011, pero aún mantiene ritmos de crecimiento altos. Mientras la tasa de crecimiento anual de las importaciones en cada mes de 2011 fue en promedio 35%, en el año 2012, hasta agosto, es de 11,5%. De hecho, en agosto de 2012 el valor CIF de las importaciones fue de US\$5.165 millones, lo que significa un aumento de 8,6% en relación al mismo mes de 2011 (Gráfico 70). Este desempeño estuvo explicado en gran parte por el excepcional crecimiento de las importaciones de combustibles de 235%, lo que implica que 4 pps del crecimiento de agosto es explicado por este rubro. Por su parte, las importaciones de productos alimenticios y maquinaria industrial aumentaron 72,8 y 23,7%, respectivamente.

Ahora bien, entre enero y agosto de 2012 el valor CIF de las importaciones alcanza los US\$39.143 millones, lo que representa un aumento de 11,2% respecto al mismo período

en 2011. Este comportamiento fue jalonado por las importaciones de materias primas y productos intermedios que se aceleraron a una tasa de 13,7% y contribuyeron con 5,8 pps al crecimiento del total de importaciones (Cuadro 33). En particular, el gran aporte fue realizado por las importaciones de combustibles que crecieron a una tasa anual de 89,8%. Por otro lado, el valor CIF de las importaciones de bienes de capital para la industria acumula US\$7.631 millones entre enero y agosto de 2012, lo que implica un crecimiento de 14,5% respecto al mismo período del año inmediatamente anterior. Por su parte, las compras externas de bienes de capital para agricultura y de equipos de transporte se han contraído 1,5 y 1,6%, en su orden. Teniendo en cuenta lo anterior, las importaciones de bienes de capital exhiben una expansión anual de 7,2% en lo corrido del 2012.

Las importaciones de bienes de consumo han crecido 13,5% en lo corrido del año, impulsadas por la compra de bienes de consumo no duradero que aumentaron 22,7%. Dentro de este rubro es posible destacar el desempeño de las importaciones de productos alimenticios, textiles confeccionados y productos farmacéuticos que se han acelerado a tasas del 35,1, 32,7 y 9,6%, en su respectivo orden.

II Gráfico 70. Evolución mensual de las importaciones



Fuente: DANE.

II Cuadro 33. Comportamiento de las importaciones en el período enero-agosto de 2012

	Enero-agosto			Agosto		
	Valor CIF (millones de dólares)	Variación respecto a igual período en 2011, %	Contribución a la variación, %	Valor CIF (millones de dólares)	Variación respecto a igual período en 2011, %	Contribución a la variación, %
Bienes de consumo	8.029	13,5	2,7	1.161	12,0	2,6
Bienes de consumo no duradero	3.865	22,7	2,0	598	23,6	2,4
Bienes de consumo duradero	4.164	6,2	0,7	563	1,9	0,2
Materias primas y productos intermedios	17.066	13,7	5,8	2.176	12,7	5,2
Combustibles, lubricantes y conexos	4.025	61,0	4,3	329	33,3	1,7
Materias primas y productos intermedios para la agricultura	1.342	7,5	0,3	203	1,1	0,0
Materias primas y productos intermedios para la industria	11.699	3,8	1,2	1.645	10,9	3,4
Bienes de capital y material de construcción	14.032	7,2	2,7	1.825	2,1	0,8
Materiales de construcción	1.277	4,6	0,2	162	-2,7	-0,1
Bienes de capital para la agricultura	120	-1,5	0,0	15	-2,8	0,0
Bienes de capital para la industria	7.631	14,5	2,7	1.078	19,7	3,7
Equipo de transporte	5.004	-1,6	-0,2	570	-19,0	-2,8
Bienes no clasificados	17	-6,5	0,0	3	5,8	0,0
Total importaciones	39.143	11,2	11,2	5.165	8,6	8,6

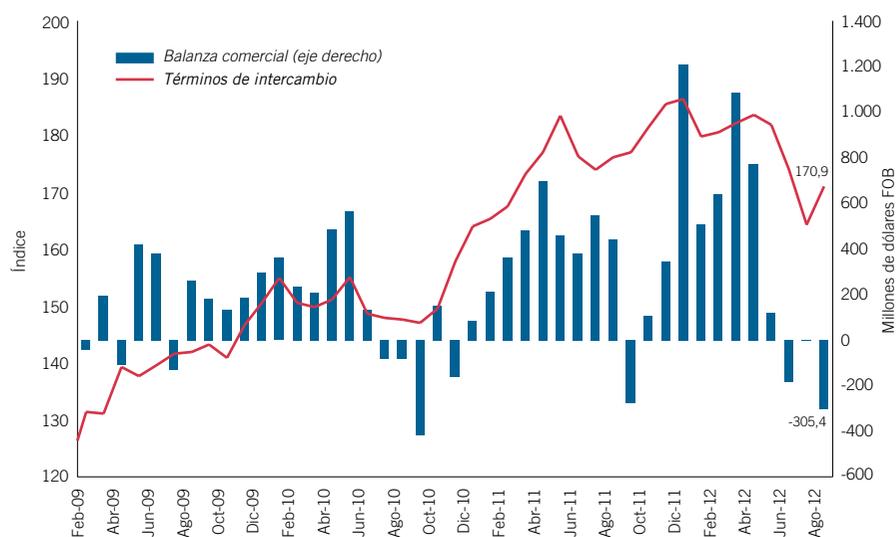
Fuente: DANE.

un déficit de US\$19.405 millones FOB en igual período, superior en US\$1.666 millones FOB al déficit comercial sin combustibles de igual período en 2011. Por otra parte, en relación al comercio con nuestros socios comerciales cabe destacar que Colombia observa en lo corrido de 2012 los mayores superávits con Estados Unidos (US\$6.159 millones FOB) y Venezuela (US\$1.348 millones FOB). Por el contrario, los mayores déficits los tiene con México (US\$3.765 millones FOB) y China (US\$3.485 millones FOB).

Finalmente, es importante señalar que el comportamiento de la balanza comercial se ha visto afectado por el efecto sobre los precios de la menor demanda mundial. El índice de precios de los bienes exportados se ha desacelerado continuamente a lo

largo del 2012; mientras en enero de 2012 el precio de la canasta exportadora crecía a una tasa anual de 10%, en agosto presentó una caída cercana al 4%. Por su parte,

II Gráfico 71. Evolución de la balanza comercial y los términos de intercambio



Fuente: Banco de la República.

Recuadro 5. La encrucijada de la crisis de la zona Euro

El excesivo apalancamiento financiero que asumió la mayor parte del mundo desarrollado en los años subsiguientes al comienzo del milenio yace el origen de la crisis financiera de 2008 y la actual crisis en la Zona Euro (EU-17), siendo la primera un detonante importante de la segunda. Mientras en el año 2000 la deuda de los hogares de la Zona del Euro (ZE) equivalía al 49% del PIB, en 2011 se había incrementado hasta 66%. En el caso de las empresas, la deuda pasó de 75% del PIB a 92% en el mismo período de comparación. El mayor aumento del endeudamiento privado se presentó en España, Portugal e Irlanda con deudas que superaban el 200% del PIB en 2011, lo que contrasta con Alemania, donde de hecho la deuda como porcentaje del PIB disminuyó. Valga señalar que la gran liquidez que existía en el mundo antes de 2008, así como al convergencia en términos del costo de la deuda soberana en la ZE, favorecieron el desempeño crediticio aquí mencionado.

La crisis financiera internacional de 2008 ha tenido repercusiones muy negativas y profundas en el desempeño económico del mundo desarrollado, y en particular en la zona del euro. Las restricciones de liquidez que prevalecieron en todo el globo dejaron en evidencia la insostenibilidad del apalancamiento de los agentes privados en los países de la periferia europea, así como las divergencias en términos de productividad y competitividad en relación a los países más grandes, en términos económicos de la zona. Esta situación requirió que los gobiernos tomaran medidas que si bien buscaban rescatar los sistemas financieros o contrarrestar los efectos recesivos de la crisis -la moneda común elimina automáticamente la posibilidad de utilizar las devaluaciones competitivas-, incrementaron de forma insostenible el endeudamiento público y a su vez los déficits fiscales con una exposición no despreciable del sistema bancario.

Evidentemente, la solución a los problemas fiscales y financieros se salió de las manos de los países periféricos y la intervención de los organismos internacionales ha sido inevitable. En el último año quizá las medidas más importantes fueron las tomadas entre diciembre de 2011 y febrero de 2012 donde se acordó un nuevo plan de rescate para Grecia con mayor intervención del sector privado, así como la inyección de mayor liquidez al mercado. Con esto se generó la expectativa de una solución a las crisis. No obstante, en mayo de 2012 la debilidad del sistema bancario español y las tensiones políticas devolvieron la incertidumbre a los mercados internacionales, la cuál fue contenida parcialmente a finales de junio al abrirse la posibilidad de capitalizar directamente la banca española y en los meses subsiguientes mediante una actuación decidida por parte del Banco Central Europeo encaminada a defender a toda costa la unión monetaria. Los últimos reportes del desempeño económico en la ZE muestran que la crisis se mantiene y que el conjunto de la zona volvió a entrar formalmente en recesión. Sin embargo, la percepción de riesgo sobre una ruptura catastrófica de la unión monetaria ha mostrado una notable mejoría desde mediados del año, lo cual se refleja en la caída de los márgenes que exige el mercado sobre los bonos emitidos por los países de la periferia europea.

Pese a lo anterior, en términos del desempeño de la economía mundial, la crisis se encuentra lejos de solucionarse. Los ajustes presupuestarios en el marco del Pacto Fiscal Europeo, cuyo carácter es fuertemente recesivo, se enfrentan a la posibilidad de ser política y socialmente inviables. Con esto, Europa podría estancarse por un largo período de tiempo con costos inmensos para la economía mundial.

el índice de precios de las importaciones ha presentado una contracción anual promedio de 0,6% en cada mes de 2012. Como consecuencia de lo anterior, los términos de intercambio se han contraído en términos anuales desde el mes de mayo de 2012, cuando decrecieron 0,8% anual, hasta el mes de agosto, donde se contrajeron en cerca de 3%. La caída más dramática se presentó en el mes de julio cuando cayó 5,5% anual.

2.1.1.2. Balanza de servicios, rentas y transferencias

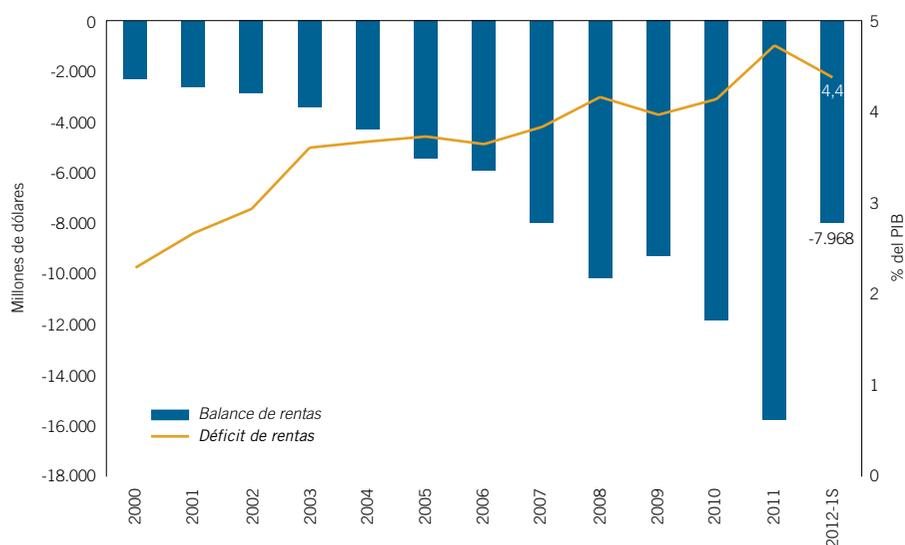
Durante el primer semestre de 2012 el déficit de servicios se incrementó en un 25% en términos anuales, al ubicarse en US\$2.492 millones, US\$495 millones superior al alcanzado en el primer semestre de 2011. Este comportamiento se explica principalmente por la mayor expansión de las importaciones de servicios (16,5%), que totalizaron US\$5.078 millones, frente al crecimiento de las exportaciones (9,6%), que acumularon US\$2.586 millones. Dentro del desempeño de las importaciones de servicios, es importante destacar las mayores compras de servicios financieros y de seguros, cuyo aumento anual en el primer semestre de 2012 fue de 31%. Asimismo, las importaciones de servicios de viajes y transporte se han acelerado a tasas 19,8 y 17,3%, respectivamente, rubros que en conjunto representan el 56% de las compras de servicios.

Cabe destacar la tendencia creciente del déficit de rentas factoriales en la última década, asociado a los pagos netos de intereses y de utilidades y dividendos. Mientras que en el 2000 se encontraba alrededor de 2,3% del PIB, en 2011 fue de 4,7%. El déficit de rentas durante el 2012, hasta junio, si bien muestra una dis-

minución respecto a 2011, continúa siendo bastante grande en relación al presentado a comienzos de la década pasada al ubicarse en 4,4% del PIB (Gráfico 72). En términos absolutos, el déficit aumentó en US\$955 millones, al pasar de US\$7.013 millones acumulados entre enero y junio de 2011 a US\$7.968 millones en igual período en 2012. Gran parte de este crecimiento se debe a los mayores egresos por remisión de utilidades y dividendos que se expandieron anualmente 20,5% y totalizaron US\$7.407 millones, de estos US\$7.256 millones corresponden a utilidades de la IED y US\$150 millones a inversión de cartera en Colombia. Adicionalmente, es importante señalar que las utilidades remitidas de las empresas del sector petrolero, que representan el 41% de las utilidades de la IED, se incrementaron anualmente en 24% y las del resto de sectores aumentaron 17,3%, donde se destaca el desempeño de las actividades de transporte, comunicaciones y manufacturas.

Por otro lado, los ingresos por renta de factores alcanzaron los US\$1.485 millones en el primer semestre de 2012,

Gráfico 72. Evolución del balance de rentas de factores (Intereses y dividendos)



Nota: Para el 2012 el déficit de rentas como porcentaje del PIB se calculó con base en el PIB del primer semestre.
Fuente: Banco de la República.

lo que representa un crecimiento de 41,1% en relación a igual período en 2011. El mayor aporte a los ingresos por rentas factoriales fueron los recibidos por la IED colombiana en el exterior que sumaron US\$994 millones, lo que implica un aumento anual de 22%. Por su parte, los ingresos por intereses aumentaron en más de 100% al pasar de US\$220 millones en el primer semestre de 2011 a US\$466 millones en igual período en 2012. Este crecimiento está sustentado en buena medida por los intereses provenientes de la inversión de las reservas, que acumularon US\$223 millones, US\$148 millones más que los registrados un año atrás.

Finalmente, la cuenta de transferencias corrientes acumuló un superávit de US\$2.302 millones entre enero y junio de 2012. En términos comparativos, en relación al mismo período de 2011, se produjo un ligero aumento de 2,7%, US\$60 millones de dólares. Este comportamiento está explicado en el incremento en cerca de 8% de las transferencias realizadas a organismos no gubernamentales e instituciones sin ánimo de lucro que totalizaron US\$708 millones, y en la contracción de 6,1% de las transferencias colombianas al exterior, que se estimaron en US\$400 millones. El desempeño de los rubros anteriores compensó la contracción de 0,9% de las remesas provenientes del exterior que se

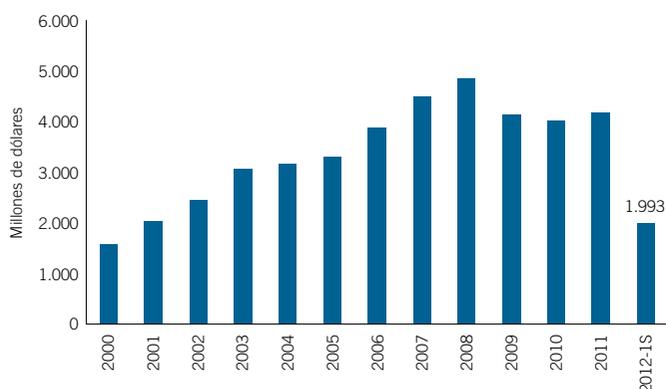
ubicaron en US\$1.993 millones, rubro que representó el 5,3% del total de ingresos de la cuenta corriente y el 73,7% del total de transferencias en el primer semestre de 2012 (Gráfico 73, panel A). La disminución de las remesas está asociada principalmente a los efectos de la crisis europea y sus consecuentes aumentos en las tasas de desempleo en los países donde trabajan los colombianos. En efecto, las remesas provenientes de España e Italia cayeron 14,3% y 19%, respectivamente. Esto implicó que la participación de las remesas provenientes de España en el total, disminuyera desde el 33%, en el primer semestre de 2011, hasta el 28,8% en igual período en 2012 (Gráfico 73, panel B). La caída de las remesas procedentes de España e Italia fue compensada parcialmente por el incremento de 6,6% de las remesas originadas en Estados Unidos.

2.1.2. Evolución de la cuenta de capital y financiera

En el primer semestre de 2012 la economía colombiana presentó un superávit en la cuenta de capital y financiera de US\$6.747 millones, cifra superior en US\$886 millones al superávit exhibido en igual período en 2011. El balance superavitario de esta cuenta de la balanza de pagos se deriva de ingresos por IED por US\$7.798 millones e inversiones

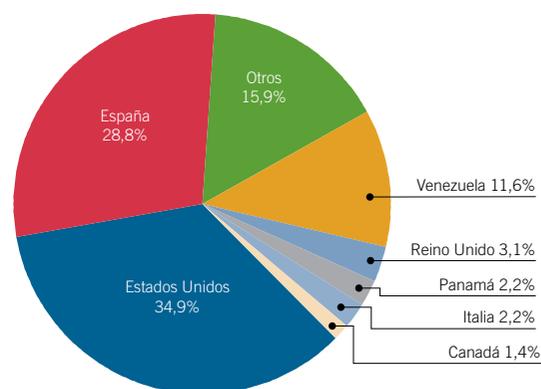
Gráfico 73. Comportamiento de las remesas durante el primer semestre de 2012

A. Evolución de las remesas



Fuente: Banco de la República.

B. Distribución de las remesas por país de origen en el primer semestre de 2012

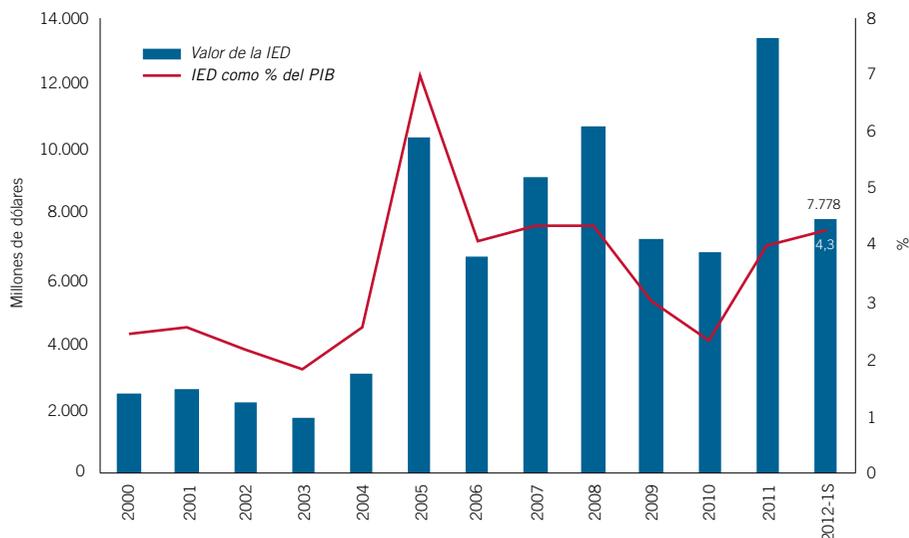


extranjeras de portafolio por US\$2.647 millones, que fueron compensados por pagos netos de deuda externa por US\$1.047 millones, cifra que se explica fundamentalmente en el cumplimiento de obligaciones financieras con el exterior del sector privado estimadas en US\$1.226 millones, y las salidas de capital colombiano para formar activos externos por US\$2.650 millones.

El componente más importante de la cuenta de ingresos de capital son los flujos de IED con una participación cercana al 83%. Es importante destacar que en términos comparativos, respecto al primer semestre de 2011, la IED proveniente del exterior se incrementó en 18,3%. Como proporción del PIB, durante el primer semestre de 2012 la IED representó el 4,3%, cifra superior en 0,3 pps a la alcanzada en 2011 y comparable con los niveles de 2007 cuando la economía crecía vertiginosamente (Gráfico 74).

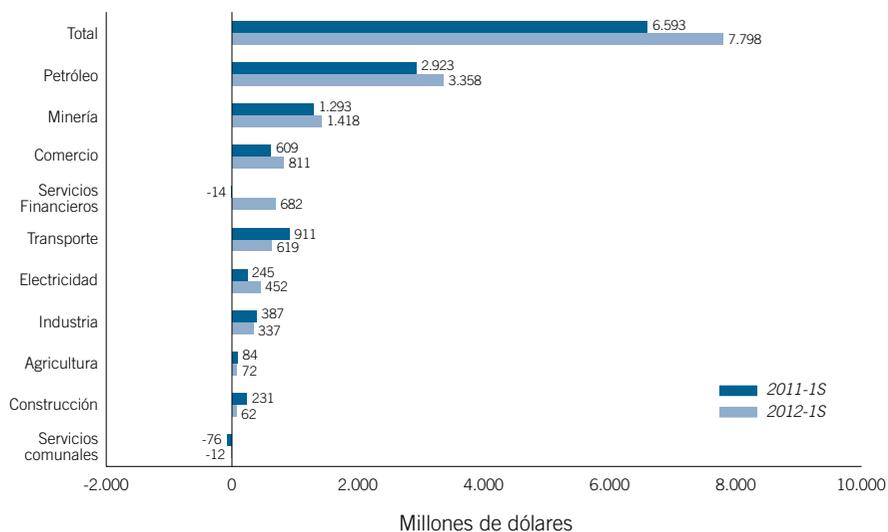
Ahora bien, los flujos de inversión extranjera directa continúan dirigiéndose en su mayoría al sector petrolero y minero; entre enero y junio de 2012, los flujos de IED hacia estos sectores totalizaron US\$3.358 millones y US\$1.418 millones, alcanzando participaciones del 43,1 y 18,2%, respectivamente (Gráfico 75). En relación a los demás sectores de la economía, se destacan los aumentos de la IED hacia el sector comercio y el sector financiero que acumularon inversiones por US\$811 millones y US\$682 millones, en su orden (Gráfico 75).

Gráfico 74. Evolución de la Inversión Extranjera Directa (IED)



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 75. IED por destino (2011-IS vs. 2012-IS)



Fuente: Banco de la República.

En cuanto a la inversión extranjera de portafolio, entre enero y junio de 2012 se destaca la colocación neta de deuda externa de largo plazo del sector público por US\$756 millones y la liquidación de TES en el mercado local por US\$171 millones, lo que implica que el sector público recibió

en el neto US\$585 millones. Por su parte, los ingresos del sector privado se originaron en operaciones de corto plazo en el mercado accionario por US\$2.062 millones, es decir, US\$1.327 millones más que el primer semestre de 2011. En cuanto a los ingresos de capital diferentes a inversiones directas y de portafolio, es preciso señalar que el sector público se endeudó en US\$179 millones mediante préstamos de largo plazo por US\$495 millones (dirigidos principalmente a la ampliación de la infraestructura minero-energética), que se compensaron parcialmente con las amortizaciones de préstamos de corto plazo por US\$329 millones. Por su parte, el sector privado realizó amortizaciones de préstamos de largo plazo por US\$649 millones y de deuda de corto plazo por US\$905 millones, las cuáles fueron contrarrestadas parcialmente por la adquisición de créditos comerciales y otras modalidades de crédito por US\$328 millones.

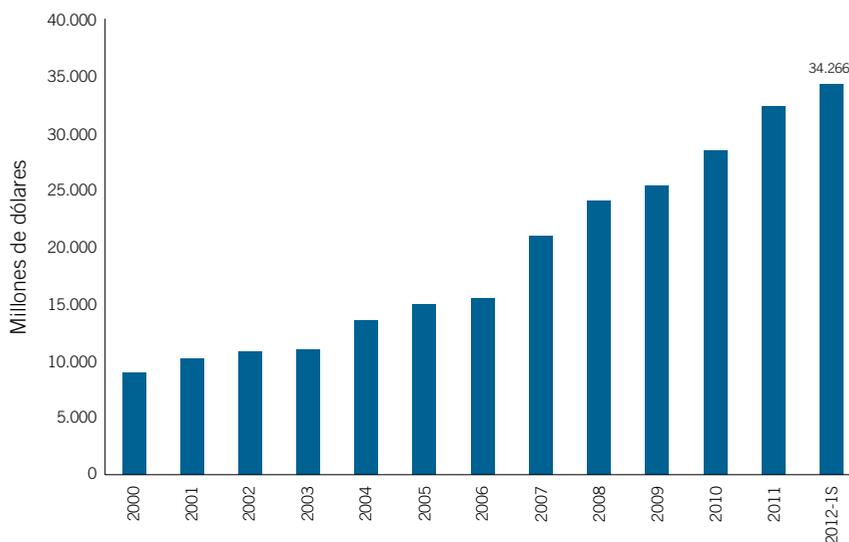
Finalmente, las salidas de capital colombiano al exterior durante el primer semestre de 2012 estimadas en US\$2.650 millones, disminuyeron en US\$3.145 respecto a igual período en el año inmediatamente anterior. Esta caída

se explica fundamentalmente en la menor IED por parte de los colombianos en el exterior, que se descolgó desde US\$1.654 millones en el primer semestre de 2011, hasta US\$83 millones en igual período en 2012, así como por la menor formación de otros activos externos que pasó de US\$4.141 millones entre enero y junio de 2011 a US\$2.567 millones en los primeros seis meses de 2012.

2.1.3. Evolución de las reservas internacionales

Entre enero y junio de 2012 se produjo una acumulación de reservas internacionales brutas por US\$2.204 millones, resultado de compras netas de divisas por US\$1.960 millones, ingresos por rendimiento de las reservas internacionales por US\$223 millones e ingresos netos de otras operaciones del Banco de la República por US\$21 millones. Teniendo en cuenta lo anterior, el Banco de la República acumuló, a junio de 2012, reservas brutas por valor de US\$34.272 millones o reservas netas¹³ por US\$34.266 millones, equivalentes al 19,3% del PIB del primer semestre de 2012 (Gráfico 76).

II Gráfico 76. Evolución de las reservas internacionales



Fuente: Banco de la República.

¹³ Las reservas internacionales netas se refiere a la valoración de las reservas a precios de mercado, lo que significa que tiene en cuenta variaciones de precios o variaciones en tipo de cambio de activos.

El nivel de reservas internacionales se asocia a la capacidad de un país para enfrentar choques externos que se reflejan a través de salidas de capital, afectando de esta forma de financiamiento de la economía. Lo anterior, se puede dar como resultado de restricciones de liquidez en los mercados internacionales de crédito o por el deterioro en los términos de intercambio. En la literatura económica se han creado distintos indicadores de vulnerabilidad externa, los más importantes comparan el nivel de reservas internacionales netas (RIN) con la deuda externa y el déficit en cuenta corriente. Se entiende que niveles bajos de estos indicadores se asocian a una mayor vulnerabilidad externa. Adicionalmente, se puede medir la capacidad de las reservas para financiar las importaciones a partir de un choque abrupto en la balanza comercial.

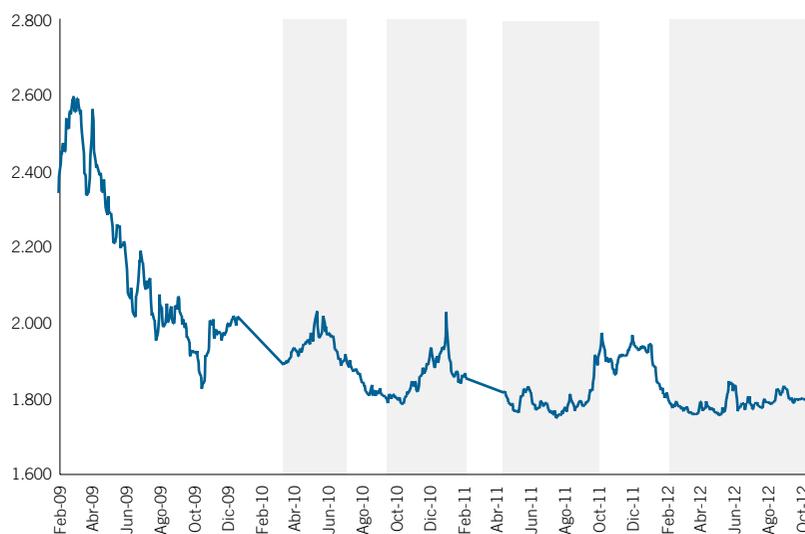
En el cuadro 34 se muestra la evolución de algunos de estos indicadores para Colombia entre 2000 y 2011. El cuadro muestra que a 2011 la economía colombiana presenta un mayor blindaje a los choques externos teniendo en cuenta que los indicadores de amortizaciones y liquidez superan la unidad. En particular, el indicador que expresa las RIN en relación a la deuda externa y al déficit en cuenta corriente pasó de ser cercano a 1 en el 2000 a 1,32 en 2011. Esto significa que el actual nivel de reservas internacionales constituye un buen colchón macroeconómico que permitiría que ante un escenario de cierre de los mercados crediticios mundiales, Colombia pueda responder con sus obligaciones crediticias y así suavizar el ajuste que se presentaría en la cuenta corriente. En términos comparativos, en relación a otros países de la región, el nivel del indicador en Colombia es superior al de Chile, pero inferior a los presentados en México, Brasil y Perú. Por su parte, la acumulación de reservas durante el 2011 permitiría financiar cerca de 7,4 meses de importaciones, si bien esta cifra es inferior

al valor del indicador en el año 2000 (9,4 meses), es muy superior a los tres meses, nivel que internacionalmente se considera adecuado.

2.2. Evolución de la tasa de cambio nominal y real

En lo corrido del 2012, hasta octubre, la tasa de cambio nominal promedio se ubicó en \$1.796 por dólar, es decir, se ha apreciado 1,9% en relación a la tasa de cambio promedio del período enero-octubre de 2011 (Gráfico 77). Este comportamiento está explicado tanto por factores estructurales a la economía colombiana, como por las condiciones en los mercados internacionales. En relación a los factores internos cabe destacar que la prima de riesgo de Colombia mantiene una tendencia decreciente desde comienzos de la década del 2000, hecho que se ha reforzado por las mejoras en la calificación de riesgo de la deuda soberana que le otorgan a Colombia el grado de inversión, lo cual está asociado al buen manejo macroeconómico, financiero y fiscal, así como a la capacidad actual para resistir choques externos.

|| Gráfico 77. Tipo de cambio nominal y devaluación (Compras diarias USD 20 millones)



Fuente: Banco de la República.

II Cuadro 34. Indicadores de vulnerabilidad externa

	2002	2004	2008	2011
RIN/(amortizaciones de deuda externa del año en curso)	1,02	1,52	2,32	2,24
RIN/(servicio de la deuda año corriente)	0,78	1,19	1,76	1,78
RIN/(amortizaciones de deuda año corriente + déficit en cuenta corriente)	1,09	1,38	1,40	1,32
RIN como meses de importaciones	9,4	10,2	7,7	7,4
RIN % PIB	9,02	13,8	9,8	9,7

Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

Las condiciones económicas que afrontan Estados Unidos y la Zona del Euro han presionado a la reducción de las tasas de interés internacionales. En términos relativos, este hecho ha puesto a Colombia como un destino atractivo para los inversionistas internacionales, lo que ha generado importantes aumentos en los flujos entrantes de capital y de esta forma ha generado presiones a la apreciación cambiaria. No obstante, la incertidumbre producida por los obstáculos para alcanzar soluciones definitivas a la crisis de la Zona del Euro le imprime volatilidad a los movimientos de la tasa de cambio. Así, por ejemplo, en el mes de mayo el peso colombiano se devaluó como resultado de los temores de incumplimiento de las obligaciones griegas a partir de las elecciones y la debilidad del sector bancario español.

Un comportamiento similar a la tasa de cambio de Colombia durante el 2012 se ha presentado en Chile, donde se observó a comienzos del 2012 una tendencia revaluacionista producto de la disminución en la percepción de riesgo internacional, en la mitad del año una devaluación, y una reversión de la tendencia en los últimos meses (Gráfico 78). Sin embargo, en neto, mientras el peso colombiano tuvo una apreciación promedio de 1,9%, el peso chileno promedio en lo corrido

de 2012, hasta octubre, se ha devaluado 4,6% en relación al promedio registrado en el mismo período en 2011.

En el caso de Brasil la devaluación durante el 2012 es de 21%, medida como el cambio de la tasa cambio promedio registrada entre enero y octubre de 2012 en relación al mismo período de 2011. Esto se explica, en primer lugar, en el debilitamiento de la economía brasileña, donde los efectos de la crisis europea se han sentido con más fuerza teniendo en cuenta el volumen de transacciones comerciales con la

II Gráfico 78. Evolución de algunas monedas frente al dólar (Enero 2012 = 100)



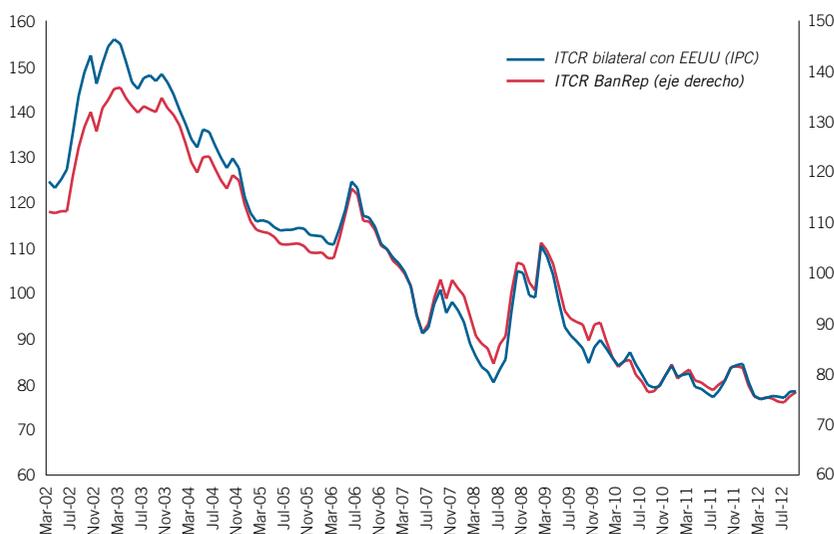
Fuente: Banco de la República y Bancos Centrales.

Zona del Euro, lo que ha implicado una salida de capitales. En segundo lugar, en la reducción de la tasa interés de política- la tasa de intervención fue disminuida desde 12,5% en agosto de 2011 hasta 7,25% en octubre de 2012 - con el objetivo de frenar la desaceleración económica, lo que refuerza aún más la presión devaluacionista.

La apreciación nominal del peso colombiano ha favorecido la apreciación del tipo de cambio real, cuya tendencia en la última década se puede observar en el Gráfico 79. En lo corrido del 2012 el Índice de Tasa de Cambio Real (ITCR) medido en relación al IPC ha sufrido una revaluación cercana al 4%.

Es importante señalar que si bien el ITCR se ha visto afectado de forma significativa por la tendencia apreciativa de la tasa de cambio nominal, algunos factores como los favorables términos de intercambio, el crecimiento de nuestras exportaciones de recursos naturales y los mayores ingresos por IED pueden estar influyendo en alguna medida a la revaluación real al inducir decisiones de gasto que modifican el precio relativo de los bienes no transables en relación a los transables.

|| Gráfico 79. Evolución de la tasa de cambio real



Fuente: Banco de la República.

3. Proyecciones balanza de pagos 2012-2016

3.1. Escenario base

La proyección del comportamiento de la balanza de pagos tienen como insumo principal los supuestos utilizados en el pronóstico del escenario base de actividad económica. Allí, se supuso que los precios del café se mantenían estables y la producción se recuperaba paulatinamente hasta alcanzar los 10,9 millones de sacos en 2016. Teniendo en cuenta lo anterior, la capacidad exportadora de Colombia, por lo menos en términos de producción, aumentaría cada año a partir de 2012. Por otro lado, se supuso que la producción de crudo sería en promedio 1100 KBPD (miles de barriles promedio día) en el período 2012-2016. Adicionalmente, para la proyección de balanza de pagos, suponemos que se destinan alrededor de 300 KBPD para cargar las refinerías y el restante se exporta. Por su parte, la producción de carbón crecería en promedio 4,6% entre 2012 y 2016, lo que permitiría aumentar la producción de 86 millones de toneladas en 2011 hasta 107 millones en 2016, el supuesto adicional que hacemos es que el 100% de la producción se exporta.

Por otra parte, la proyección de crecimiento de las exportaciones no tradicionales se realiza teniendo en cuenta el pronóstico de aumento de la demanda mundial relevante para nuestras exportaciones no tradicionales, construido a partir de las estimaciones realizadas por el Fondo Monetario Internacional en el World Economic Outlook del mes de octubre. Es preciso mencionar que la senda básica de crecimiento permite estimar el comportamiento de las importaciones. Por su parte, nuestra proyección de inflación contribuye a estimar la tasa de cambio de real.

Recuadro 6. Desaceleración industrial en el mundo

En lo corrido de 2012 la industria en todo el mundo se ha desacelerado como resultado de la debilidad de la demanda mundial a partir de los efectos de la crisis europea. En agosto de 2012, el índice de producción industrial de la zona del euro exhibió una contracción de 2,8% explicada por la caída de la producción industrial en Alemania, que disminuyó 1,6%; disminuciones superiores se presentaron en Italia (5,2%), España (3,2%) y República Checa (3,1%). Por su parte, la actividad manufacturera en Estados Unidos se expandió a una modesta tasa de 2,8%, lo que contrasta con la aceleración promedio de 4,4% en los primeros meses del 2012. En China el sector industrial también se ha desacelerado, si bien sus tasas de crecimiento aún pueden considerarse excepcionales. Mientras en los tres primeros meses del año su producción industrial aumentó a tasas anuales superiores al 11%, en agosto se expandió 8,9% y repuntó favorablemente en septiembre (9,2%) y octubre (9,6%) (Gráfico R6.1). En el caso de Brasil la producción manufacturera se mantiene en terreno negativo desde septiembre de 2011.

Por su parte, el sector industrial en Colombia también ha sufrido una marcada desaceleración en lo corrido de 2012. En agosto, el índice de producción industrial sin trilla de café se contrajo anualmente a una tasa del 1,9% y en lo corrido del año tan sólo se ha incrementado 0,7%. A lo anterior se le suma que la confianza industrial se mantiene en niveles bajos y las expectativas de inversión continúan descendiendo, lo que implica que en el corto plazo esta tendencia se mantendrá. Si bien una explicación de este comportamiento está relacionada con la menor demanda de bienes importados en el mundo, algunas características del crecimiento económico colombiano de los últimos años pueden estar incidiendo de forma no despreciable.

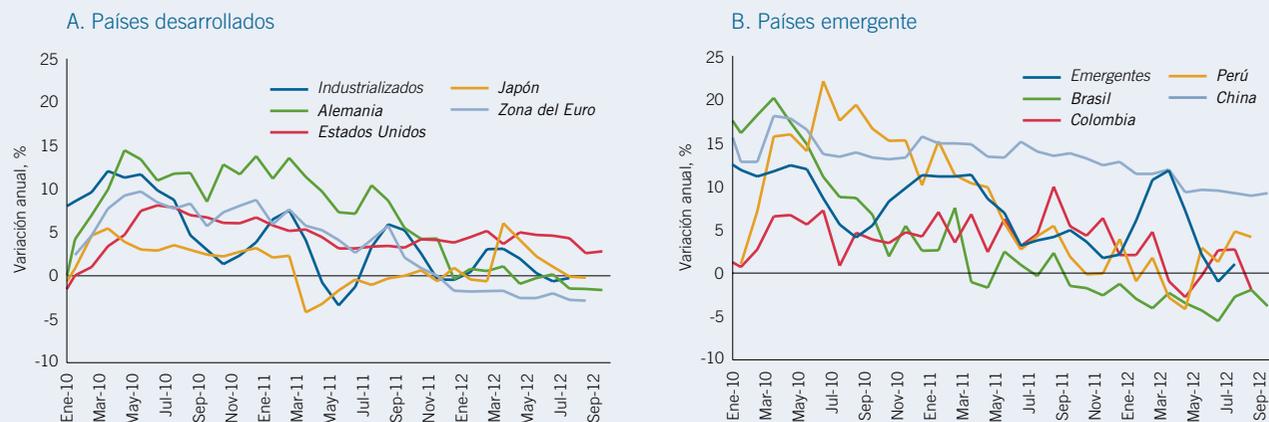
En los últimos cinco años el sector minero-energético se expandió en promedio 9,8% por año -cifra que contrasta con el 2,1% alcanzado

por la industria- favorecido en gran parte por el ciclo alcista en los precios internacionales de los bienes energéticos, así como también por cambios regulatorios, hechos que han permitido la entrada de históricas sumas de capital extranjero al sector, US\$27,255 millones entre 2007 y 2011. Esto ha derivado en una concentración importante de las exportaciones colombianas. En 2011 el 64% de los recursos por ventas externas provenían de ventas de petróleo y sus derivados y carbón, generando fuertes presiones a la apreciación nominal y real del tipo de cambio. Este fenómeno asociado a la enfermedad holandesa se ha visto reforzado aún más por el bajo crecimiento del sector transable en relación al no transable. Los datos del PIB a segundo trimestre muestran que mientras los sectores transables, exceptuando minería, crecen a un ritmo cercano a 2% anual, los no transables lo hacen a tasas que superan el 5%.

Un contexto donde la demanda mundial se encuentra deprimida y la tasa de cambio real se encuentra apreciada constituye un escenario negativo para la industria colombiana. Esta situación es preocupante teniendo en cuenta que puede comprometer seriamente el logro de una transformación productiva que permita acelerar el crecimiento potencial, como es el objetivo de las políticas de competitividad.

En ese sentido, medidas que apunten a moderar la apreciación cambiaria y el desarrollo de encadenamientos productivos en el sector minero-energético, así como la modernización y transformación del sector industrial, son necesarias para contrarrestar los efectos de la enfermedad holandesa. De hecho, la recomposición sectorial resultante a partir de los TLC que ha firmado Colombia en los últimos años también puede ayudar en este objetivo, lo que invita al diseño de una estrategia integral para el sector con el fin de aprovechar los nuevos mercados.

■ Gráfico R6.1. Evolución de la producción industrial en algunos países del mundo



Fuente: WEO Octubre de 2012-FM, DANE, Banco Central de Perú, Banco Central de Brasil, Comisión Económica Europea, Ministerio de economía, comercio e industria de Japón.

Respecto al comportamiento de la cuenta de capitales, el supuesto más importante está relacionado con el comportamiento de la inversión colombiana directa en el exterior y la inversión extranjera directa en Colombia. Es preciso recordar que durante el año 2011 la IED en Colombia alcanzó su máximo histórico ubicado en US\$13.234 millones y en lo corrido de 2012, hasta junio, la IED exhibe una expansión anual del 18,3%. Teniendo en cuenta lo anterior, proyectamos que los flujos de IED se ubiquen en US\$16.100 millones (4,4% del PIB). Para el mediano plazo esperamos que la IED se mantenga constante como proporción del PIB, es decir, en 4,4%. Esto se justifica en la medida que los fundamentales de la economía colombiana continuarán siendo atractivos para los inversionistas extranjeros, en un contexto internacional donde los rendimientos del capital se mantienen en niveles históricamente bajos. Valga señalar que este supuesto está sujeto a una alta incertidumbre generada por la evolución de la crisis en la zona del euro. En un caso extremo, donde se produzca un aumento significativo de la percepción de riesgo por un recrudecimiento de la crisis europea, Colombia observará una salida de capitales que deberá ser compensada con una devaluación cambiaria. En relación a la inversión colombiana en el exterior, esperamos que se ubique en 1,6% del PIB a partir de 2013, teniendo en cuenta que su evolución durante el 2012 seguramente apunta a que se encuentre muy cercana a cero o incluso sea negativa, cifra que se explicaría por reembolsos de capital. Adicionalmente, suponemos que el Banco de la República interviene el mercado cambiario, acumulando US\$4.400 millones cada año.

En el cuadro 35 se resume la proyección básica de la balanza de pagos. La tendencia proyectada es una ampliación del déficit de la cuenta corriente en cerca de un 1 punto porcentual entre 2011 y 2016. El mayor incremento se presentaría entre 2011 y 2012, al pasar de 3% del PIB a 3,6%, es decir, el déficit se aumentaría desde US\$10.032 millones hasta US\$13.202 millones. Este resultado está sustentado, por un lado, en un menor superávit de la balanza comercial

(incluye las operaciones especiales de comercio exterior), al pasar de US\$5.509 millones en 2011 a US\$2.964 millones en 2012, lo que se explica básicamente en la disminución de la demanda mundial y en los términos de intercambio. Valga decir, que para el año completo 2012, las exportaciones nominales en dólares se expandirían anualmente a una tasa cercana al 6%, mientras que las importaciones lo harían al 10%. Por otro lado, el déficit de rentas se ubicaría en US\$16.402 millones como resultado, principalmente, de salidas de recursos por remisión de utilidades por US\$15.316, 7% superiores a los de un año atrás, y por intereses por US\$4.015 millones, compensados parcialmente por ingresos de US\$2.971 millones, en su gran mayoría por la percepción de utilidades de inversiones colombianas en el exterior. En cuanto a las transferencias corrientes, esperamos que disminuyan alrededor de 1,3% y se ubiquen en US\$4.876 millones. Es importante señalar que las remesas disminuirían alrededor de 5% por el efecto de la crisis europea, caída parcialmente contenida por el aumento en cerca de 8% de otras transferencias.

Para el período 2013-2016, esperamos que el déficit en cuenta corriente aumente desde 3,6% del PIB hasta 3,9%. Esto, como resultado de un ritmo lento de recuperación de las exportaciones, con un crecimiento promedio de 4,6% en el período analizado, frente a una expansión promedio de 6,4% de las importaciones, lo que generaría una disminución constante del superávit comercial. Por otro lado, suponemos que el déficit de rentas se mantiene alrededor de 4% del PIB y que las transferencias se recuperan a partir de 2014 como resultado de la recuperación de las economías desarrolladas. Por otro lado, el superávit de la cuenta de capitales se mantendría alrededor de 4% del PIB y las reservas internacionales representarían cerca del 11% del PIB en 2016.

3.2. Escenarios alto y bajo

Nuestra proyección básica para la balanza de pagos presenta un alto grado de sensibilidad a la evolución de la crisis Euro-

pea y al crecimiento del sector minero-energético. Teniendo en cuenta lo anterior, se utilizaron los supuestos de los escenarios alternativos planteados en el capítulo de actividad productiva para encontrar la evolución de la balanza pagos consistente con la proyección de crecimiento del PIB en cada escenario. En el escenario alto, donde el crecimiento de nuestros socios comerciales es en promedio 3,8% entre 2012-2016, 0,5pps superior al supuesto del escenario base, y la producción y los precios del petróleo continúa en ascenso hasta llegar a los 1.270 KBPD y US\$107 por barril en 2016, respectivamente, el déficit en cuenta corriente se reduciría hasta 2,9% del PIB en 2016 a partir del 3,6% alcanzado en 2012 (Cuadro 36). Por su parte, la cuenta de capital sería en promedio 4,4% del PIB entre 2012 y 2016, lo que permitiría financiar con holgura el déficit en cuenta corriente y a su vez presionaría a la revaluación de la moneda. De

hecho, en este escenario, la tasa de cambio se aprecia en promedio 1,8% por año en el período analizado.

Por otro lado, en el escenario bajo, el déficit en cuenta corriente se ampliaría en cerca de 1 pps del PIB, como resultado de un crecimiento de nuestros socios comerciales de apenas 2,5%, 0,8 pps por debajo del escenario base, el estancamiento de la producción de petróleo y carbón, así como el descenso en los precios internacionales de estos energéticos. Es preciso recordar que en los supuestos de este escenario, el precio del petróleo desciende desde US\$96 por barril en 2012 hasta US\$70 por barril en 2016. Por otra parte, la economía colombiana mantendría un superávit en su cuenta de capital de 3,8% del PIB en promedio entre 2012 y 2016, si bien inferior al del escenario base como resultado de menores flujos de IED.

■ Cuadro 36. Escenarios alternativos para la balanza de pagos 2012-2016
(% del PIB)

		2012	2013	2014	2015	2016
Cuenta corriente	Alto		-3,4	-3,1	-3,0	-2,9
	Base	-3,6	-3,6	-3,7	-3,8	-3,9
	Bajo		-3,8	-4,2	-4,6	-4,6
Balanza comercial	Alto		0,7	0,9	0,8	1,0
	Base	0,8	0,4	0,1	-0,1	-0,2
	Bajo		-0,7	-0,5	-0,4	-0,2
Exportaciones	Alto		16,2	16,5	16,6	16,3
	Base	16,2	15,7	15,2	14,7	14,2
	Bajo		14,2	13,8	13,3	13,0
Importaciones	Alto		15,6	15,6	15,8	15,3
	Base	15,2	15,2	15,0	14,7	14,4
	Bajo		14,9	14,3	13,7	13,2
Cuenta de capital y financiera	Alto		4,1	4,2	4,4	4,5
	Base	4,7	4,0	4,0	4,0	4,0
	Bajo		3,8	3,5	3,5	3,5

Fuente: Modelo de Balanza de Pagos de Fedesarrollo.

■ Cuadro 35. Proyección de la balanza de pagos para el periodo 2012-2016

	2011		2012		2013		2014		2015		2016	
	Millones de dólares	% del PIB										
Cuenta corriente												
Balanza de bienes	5.509	1,7	2.964	0,8	1.648	0,4	486	0,1	-442	-0,1	-1.181	-0,2
Exportaciones	56.216	16,9	59.427	16,2	61.797	15,7	64.372	15,2	67.667	14,7	71.249	14,2
Importaciones de bienes	50.728	15,2	56.073	15,2	59.732	15,2	63.436	15,0	67.620	14,7	71.898	14,4
Operaciones especiales de comercio exterior netas	21	0,0	-391	-0,1	-417	-0,1	-450	-0,1	-489	-0,1	-532	-0,1
Balanza de servicios	-4.647	-1,4	-4.639	-1,3	-4.650	-1,2	-4.661	-1,1	-4.662	-1,0	-4.662	-0,9
Balanza de rentas	-15.831	-4,7	-16.402	-4,5	-15.717	-4,0	-16.950	-4,0	-18.437	-4,0	-20.023	-4,0
Transferencias	4.938	1,5	4.876	1,3	4.708	1,2	5.475	1,3	5.826	1,3	6.258	1,3
Saldo en cuenta corriente	-10.032	-3,0	-13.202	-3,6	-14.012	-3,6	-15.650	-3,7	-17.714	-3,8	-19.608	-3,9
Cuenta de capitales y reservas internacionales												
Saldo de la cuenta de capitales y financiera	13.494	4,0	17.175	4,7	15.669	4,0	16.880	4,0	18.356	4,0	20.010	4,0
a. Flujos financieros de Largo plazo netos	13.257	4,0	15.834	4,3	13.603	3,5	14.343	3,4	15.375	3,3	16.476	3,3
b. Flujos financieros de corto plazo netos	237	0,1	1.341	0,4	2.066	0,5	1.538	0,5	2.981	0,6	3.534	0,7
Variación reservas internacionales brutas	3.744	1,1	4.400	1,2	4.400	1,1	4.400	1,0	4.400	1,0	4.400	0,9
Saldo reservas internacionales brutas	32.303	9,7	36.703	10,0	41.103	10,5	45.503	10,7	49.903	10,8	54.303	10,8

Fuente: Modelo de Balanza de Pagos de Fedesarrollo.



**Formación
Posgrado**

Ampliar y actualizar los conocimientos, es la forma más eficaz de adquirir una mejor calidad de vida.

Inscripciones
abiertas

Especializaciones

**Gerencia de
Negocios
Internacionales**

Código SNIES 53873

**Gerencia de
Mercadeo**
Presencial / Virtual

Código SNIES 53380 - 53373

Prospectiva
Presencial / Virtual

Código SNIES 54085 - 54473

**Gerencia de
Proyectos**

Código SNIES 53496

**Legislación
Aduanera**
Presencial / Virtual

Código SNIES 90408 - 90432

Maestrías

Maestría en Mercadeo

Código SNIES 101283

**Maestría en Negocios
Internacionales**

Código SNIES 101265

Informes

Sede Medellín - Robledo
(4) 403 81 30 ext. 4231, 4280
Calle 76 n. 80 - 126 Carretera al Mar

Sede Medellín - Centro Comercial Premium Plaza
central@esumer.edu.co
www.esumer.edu.co

Síguenos en  

**Sede
Premium
Plaza**

Creamos Conocimiento Empresarial

1. Balance Fiscal

En la etapa posterior a la recesión del fin del siglo pasado, Colombia ha experimentado una mejora en las cuentas fiscales. En el período más reciente, tras la crisis internacional de 2009, el Gobierno ha mostrado su preocupación por mantener en orden el presupuesto público a través de la regla fiscal, el principio de sostenibilidad y la ley de regalías. No obstante, la crisis Europea, la volatilidad en los precios de los productos básicos, en particular el petróleo, y sus repercusiones sobre la economía nacional, podrían poner en riesgo el comportamiento presentado hasta el momento.

1.1. Sector Público Consolidado

El déficit del SPC alcanzó su máximo de los últimos 13 años, durante la crisis que enfrentaron Colombia y muchos otros países de América Latina en 1999, época a partir de la cual empezó a reducirse de forma importante hasta 2005 (Gráfico 80). Durante los siguientes tres años el déficit se mantuvo en niveles inferiores al 1% del PIB. No obstante, para 2009 y 2010, el impacto negativo de la crisis financiera internacional sobre los recaudos tributarios y el aumento contracíclico del gasto llevaron el déficit a niveles cercanos a 3% del PIB. Este deterioro empezó a revertirse nuevamente desde 2011, apoyado en un notable aumento del recaudo tributario asociado al dinamismo económico y al auge de los ingresos por exportaciones de productos básicos.

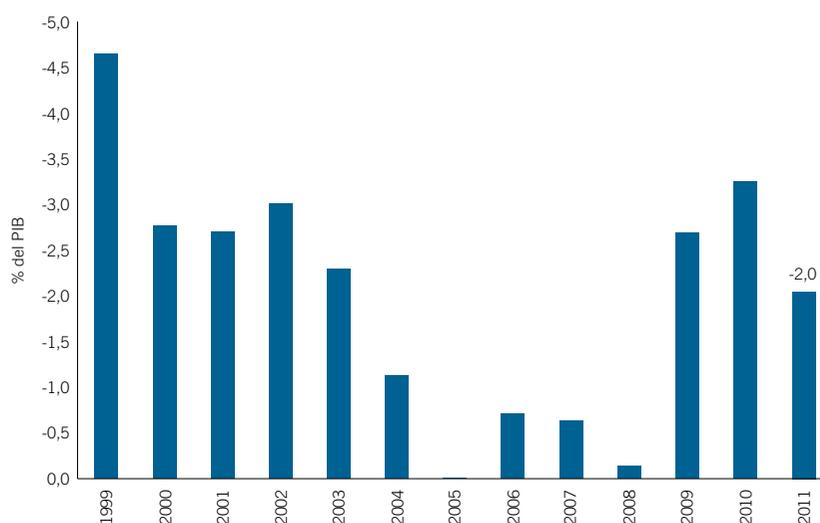
El déficit del Sector Público Consolidado para 2011 fue de 2,0%, aproximadamente

12,5 billones de pesos. Para este año se espera una reducción de 0,5 a 0,8 puntos porcentuales, dependiendo de la evolución de las cuentas del GNC, con lo cual el déficit consolidado se ubicaría alrededor de 1,2% del PIB.

1.2. Sector Público No Financiero

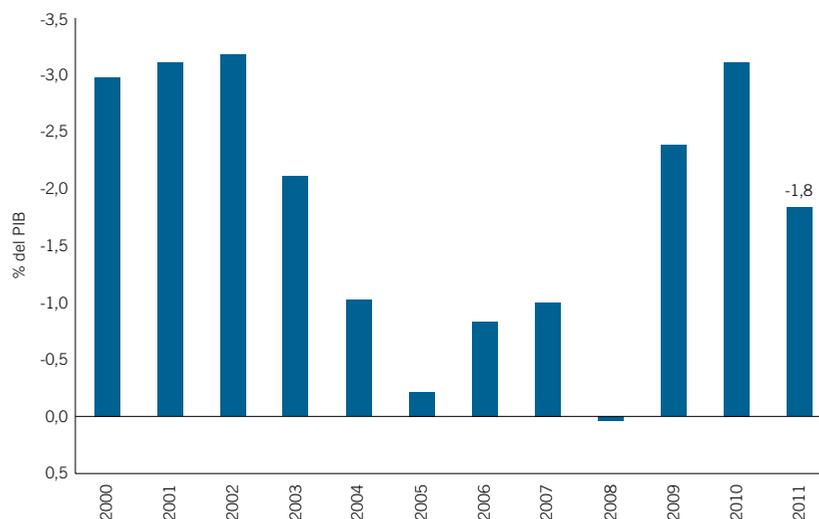
El sector público no financiero se compone del GNC y del Sector Descentralizado (SD), siendo este último el componente más importante del SPC. Para 2011, el déficit del SPNF fue de 11,3 billones de pesos, equivalentes a un 1,8% del PIB (Gráfico 81), mientras que en 2010 fue de 3,1% del PIB (16,8 billones). Este comportamiento se debió principalmente a la reducción de 3,6 billones del déficit del GNC y al aumento del superávit de 2 billones por parte del sector descentralizado. Por su parte, la mejora en el SD, de acuerdo con el MFMP se debe a un mayor superávit en la seguridad social, cuyo balance pasó de 5,2 billones a 6,8

■ Gráfico 80. Déficit Sector Público Consolidado



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

Gráfico 81. Déficit del Sector Público no Financiero



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

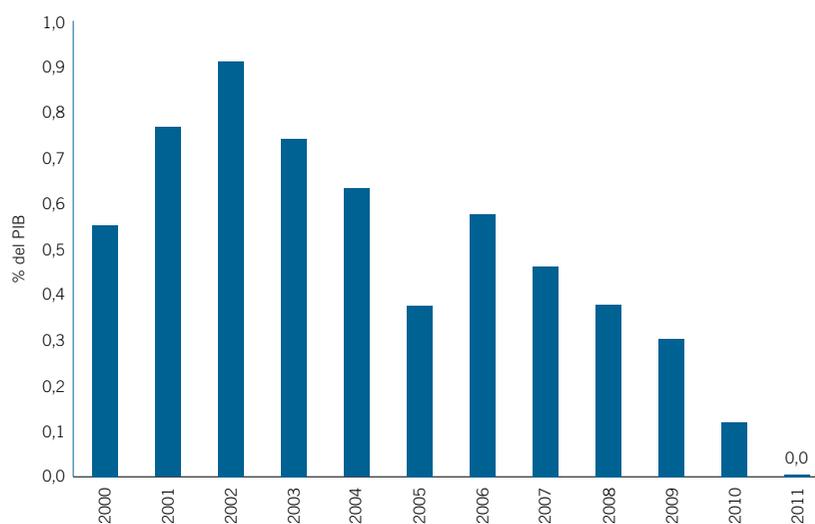
billones de pesos. Adicional a esto, también fue importante el comportamiento de las empresas a nivel local que para 2010 tenían un déficit de 426 mil millones de pesos mientras que en 2011 pasaron a un superávit de 169 mil millones.

1.3. Sector Público Financiero

El sector público financiero está compuesto por Fogafín y el Banco de la República, los cuales mostraron un deterioro en sus balances para el año 2011. En especial, el Banco de la República el cual en años anteriores a la crisis financiera de 2009 presentaba importantes superávits. No obstante, este ha venido disminuyendo de manera sistemática (para 2011 tuvo un déficit de 45 mil millones de pesos) como consecuencia de los menores rendimientos de las reservas internacionales y la necesidad de aumentar los pagos netos de intereses en el mercado interno por la política de esterilización monetaria de la acumulación de esas reservas.

Por otra parte, Fogafín también presentó una reducción en su superávit, pero no tan fuerte como la del Banco de la República. Para el año 2011, esta se ubica en 76 mil millones de pesos, cifra que resulta bastante inferior a los 426 mil millones de pesos reportados para 2010. Esta reducción obedece principalmente a un movimiento de las reservas

Gráfico 82. Déficit del Sector Público Financiero



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

al GNC. A pesar de esto el balance del SPF para el 2011 continuó reduciéndose y se ubico en 0,01% del PIB. Cifra que resulta inferior al 0,1% registrado durante 2010 o al 0,9% del PIB en 2002.

En la medida en que las tasas de interés en el exterior permanezcan así de bajas, es difícil predecir una reversión en la tendencia del balance del SPF. Además, este comportamiento vuelve más significativos los costos fiscales de la intervención cambiaria en contraste con un escenario de importantes superávits fiscales.

1.4. Gobierno Nacional Central

El déficit del GNC para el año 2011 fue de 2,8% del PIB que representa una disminución en un 1,1% con respecto al 2010 (Gráfico 83). El factor más importante fue la evolución del recaudo tributario, el cual presentó un crecimiento récord de 25,5% equivalente a 17 billones de pesos.

Por su parte el gasto, registró un aumento de 16,4% con respecto al 2010, liderado por el gasto en inversión, que creció en un 68,7 y un 10,1% en el crecimiento de los gastos corrientes.

Por otra parte, el balance primario del GNC fue deficitario en un 0,1% del PIB. A pesar de representar una disminución en un 1% del PIB, el tamaño de la reducción pudo haber sido mayor de no ser por la ola invernal que afectó al país, demandando cerca de 0,7% del PIB.

1.5. Expectativas Balance 2012

En todos los componentes del SPC se espera una mejora en el balance fiscal para este año. Principalmente por una disminución de 0,4% del PIB por parte del GNC (Gráfico 84), debido al importante aumento en el recaudo

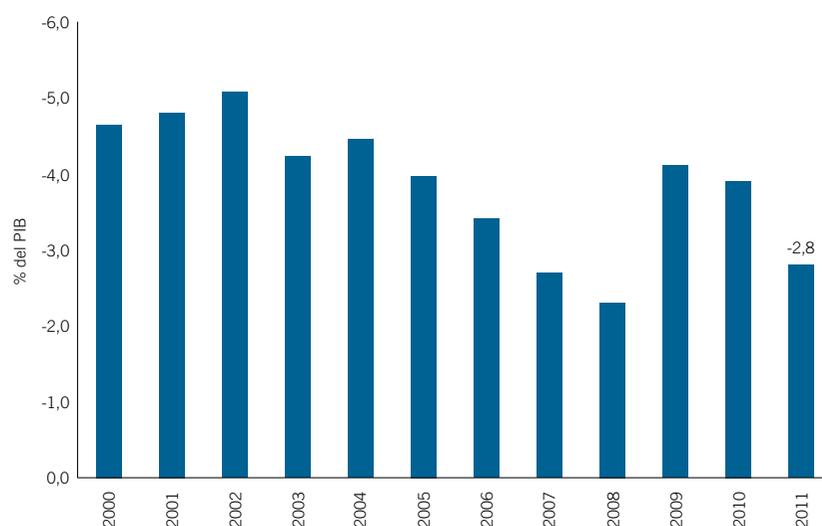
tributario. En especial se espera que el déficit se ubique en una cifra cercana a los 16 billones de pesos, equivalente a 2,4% del PIB. Por su parte se espera que el SD obtenga un superávit equivalente al 1,2% PIB como consecuencia tanto del ciclo político, que hace que las autoridades territoriales ejecuten menos en el primer año de Gobierno, como por la lenta ejecución de los recursos de regalías. Es posible incluso que el superávit del SD sea mayor por esta razón. En conjunto, estos factores harán que el déficit del SPC se reduzca de manera importante ubicándose en 1,2% de PIB en 2012 (Gráfico 85).

2. Ingresos

Los ingresos en el año 2011 fueron de 94,2 billones de pesos liderado por los ingresos tributarios, los cuales sumaron 83,4 billones (Gráfico 86), representando el 89% del recaudo total. Otro rubro importante fueron los ingresos de capital que sumaron 8,5 billones de pesos (1,4 % del PIB).

Para el 2012 se espera un aumento significativo en el recaudo por concepto de renta, de forma tal que los ingresos totales aumenten en un 14%. De acuerdo con cifras sumi-

|| Gráfico 83. Déficit del Gobierno Nacional Central

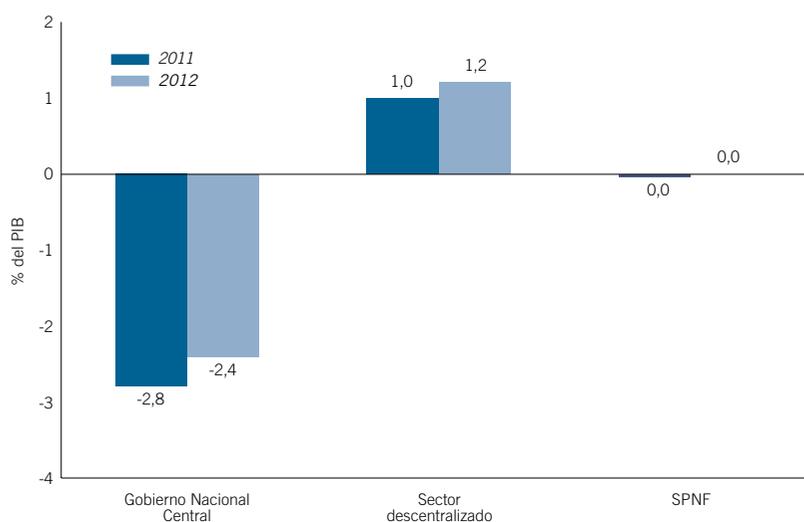


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

nistradas por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público, se podría llegar a 107,6 billones de pesos, primera vez en la historia que se superaría el techo de los 100 billones. Aumentando su participación de 15,3% del PIB en el 2011 a un 16,2% del PIB en el 2012.

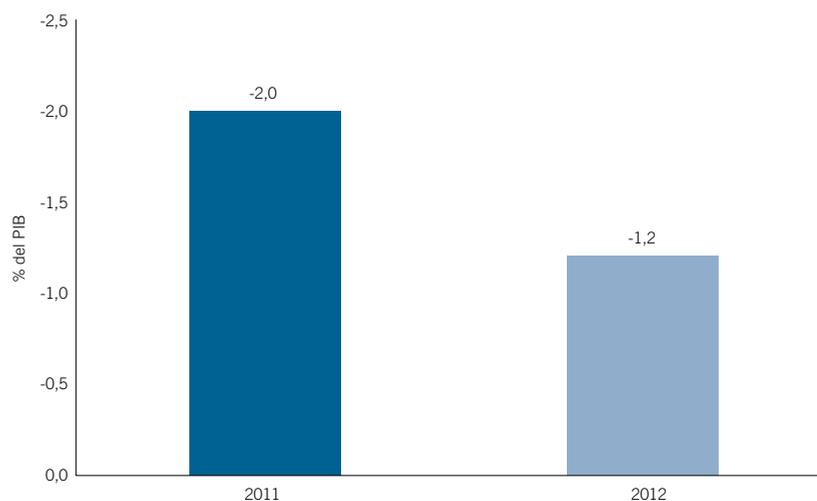
No obstante lo anterior, gran parte del recaudo adicional se debe a los excedentes de Ecopetrol y a la tributación de todo el sector minero-energético. Si bien, este comportamiento es consistente con la evolución de la actividad económica, también implica una mayor vulnerabilidad del recaudo, toda

|| Gráfico 84. Evolución esperada del balance fiscal por componentes



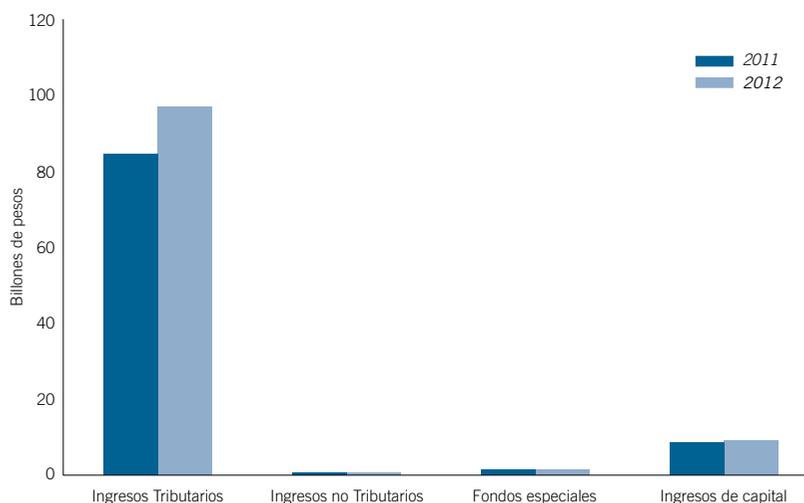
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

|| Gráfico 85. Déficit esperado Sector Público Consolidado



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

II Gráfico 86. Ingresos del Gobierno Nacional Central



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

vez que depende de variables internacionales altamente volátiles como el precio del petróleo. De esa forma, al analizar el comportamiento del recaudo excluyendo el impuesto a la renta, los ingresos tributarios dejan de tener un crecimiento excepcional y es más consistente con el crecimiento económico presentado en 2011 (ver recuadro 7).

De acuerdo con el Cuadro 37 el crecimiento más importante en el recaudo entre 2011 y 2012 se presentaría en el impuesto de renta. Los ingresos tributarios por este impuesto pasarían de 33,4 billones a 43,2 billones, es decir, el recaudo aumentaría 29,1%. Con esto, el impuesto sobre la renta pasaría de representar el 39,9% del total de ingresos tributarios del GNC durante el 2011, a ser el 44,9% en 2012.

Otro rubro importante es el de los impuestos externos, a pesar de que el gravamen arancelario presentó una leve caída, la cual resulta consistente con los acuerdos comerciales que se vienen implementando y los levantamientos unilaterales a algunos tipos de bienes particulares (como las materias primas). No obstante, el IVA externo presentaría un crecimiento del 10,3%.

El rubro con una mayor relación con el crecimiento económico es el IVA interno, se espera que aumente a una tasa cercana a lo que lo hará la actividad económica. En cuanto a los otros componentes del recaudo se espera una relativa estabilidad en el crecimiento del recaudo por dichos rubros.

Ahora bien, al observar la evolución en lo corrido hasta julio de 2012, parece que los riesgos de incumplir los objetivos en términos de recaudo son más bien bajos. Con corte a julio el recaudo por concepto de renta viene creciendo a niveles de 42,2%, mientras que el IVA lo hace a una tasa del 7,7%.

De acuerdo al cuadro 38, el recaudo con corte a julio está en 66,2 billones, esta cifra representa un incremento en un 28,9% con respecto al año 2011. A pesar de los buenos resultados, al analizar el impuesto de renta a personas jurídicas por sectores económicos se refleja, como se mencionó anteriormente, la participación creciente del sector minero con respecto a los demás sectores de la economía.

Mientras que el crecimiento promedio del impuesto de renta excluyendo la minería fue de 26,6%, el crecimiento

II Cuadro 37. Ingresos tributarios GNC

	\$ Miles de millones		% del PIB		Crecimiento (%)
	2011	2012	2011	2012	
Ingresos Tributarios	83.808	96.265	13,6	14,5	14,9
Administrados por la DIAN	82.061	94.416	13,3	14,2	15,1
Impuestos Internos	66.114	77.282	10,7	11,6	16,9
Renta	33.468	43.201	5,4	6,5	29,1
IVA	23.212	24.505	3,8	3,7	5,6
Timbre	124	40	0	0	-67,7
GMF	5.070	5.326	0,8	0,8	5,1
Patrimonio	4.241	4.211	0,7	0,6	-0,7
Impuestos externos	15.947	17.134	2,6	2,6	7,4
Gravamen Arancelario	4.081	4.047	0,7	0,6	-0,8
IVA Externo	11.866	13.087	1,9	2	10,3
Otros	1.747	1.848	0,3	0,3	5,8
Gasolina	1.603	1.694	0,3	0,3	5,7
Resto	144	154	0	0	7,1

Fuente: MFMP- Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

II Cuadro 38. Recaudo Tributario de la DIAN (Enero - julio de 2012)

Concepto	\$ Millones		Crecimiento 2012 vs 2011
	Ene-jul 2011	Ene-jul 2012	
Ingresos Tributarios			
Administrados por la DIAN	51.363	66.232	28,9%
Impuestos Internos	44.867	56.632	26,2%
Renta	24.402	34.705	42,2%
IVA	15.309	16.486	7,7%
Timbre	99	33	-67,3%
GMF	2.822	3.198	13,3%
Seguridad Democrática	2	1	-65,4%
Patrimonio	2.233	2.210	-1,0%
Impuestos Externos	6.455	9.576	48,3%
Gravamen Arancelario	1.753	2.234	27,5%
IVA Externo	4.702	7.341	56,1%
Por clasificar	42	24	-41,7%

Fuente: DIAN.

de las contribuciones del sector minero fue de un 109%. En este crecimiento asimétrico se destaca el papel de Ecopetrol cuyos pagos por concepto de renta fueron de 3,2 billones de pesos.

Finalmente, por el lado de los ingresos es importante el recaudo adicional que se está generando, no obstante, hay que ser cuidadosos con las mayores vulnerabilidades inherentes al sector minero y buscar los mecanismos adecuados para no generar dependencia de la ejecución del gasto público sobre los vaivenes de las minas y el petróleo.

3. Gastos

El Ministerio de Hacienda a través del MFMP espera que los gastos del GNC durante 2012, asciendan a 123,5 billones de pesos equivalentes a un 18,6% del PIB. Las cifras anteriores representan un incremento en un 10,6% con respecto al año 2011.

El fuerte crecimiento en los gastos de funcionamiento se debe a un aumento por el concepto de pensiones de 9,2% con un movimiento de recursos al Seguro Social.

Además, un crecimiento en el resto de las transferencias en un 22,6%, como consecuencia de los gastos adicionales en la creación de los nuevos ministerios, la atención a las víctimas, restructuración de órganos de control y mayores recursos para el POS.

En cuanto a los intereses, los pagos van a aumentar en un 0,1% del PIB, lo que implica un crecimiento año a año cercano al 9%. Este aumento se explica fundamentalmente por la sustitución de deuda externa por deuda interna, la cual tiene dos ventajas para la estabilidad macroeconómica. La primera es una reducción de los riesgos de impago de la deuda ante una gran devaluación, es decir cada vez más movimientos del tipo de cambio tendrán menos efectos sobre el valor de la deuda. La segunda razón es que se evita profundizar la apreciación a través de la política fiscal, en la medida que se le dé prioridad a las fuentes de financiamiento internas se traerán menos dólares al país.

Ahora bien, en cuanto al rubro de inversión se espera un crecimiento del 10,5%, jalonado por proyectos considerados por el Gobierno como estratégicos tales como la Ruta del Sol, el Programa Estratégico de Autopistas y los Sistemas Integrados de Transporte Masivo.

|| Cuadro 39. Impuesto de renta personas jurídicas por sectores económicos

	\$ Miles de millones		% del PIB		Crecimiento (%)
	2011	2012	2011	2012	
Minero	5.648	11.802	29,2	41	109
Manufactura	2.700	3.367	14	11,7	24,7
Comercio	2.612	3.177	13,5	11	21,6
Servicios Financieros	2.734	3.099	14,1	10,8	13,3
Otros servicios	1.963	2.468	10,1	8,6	25,7
Electricidad, Gas y Vapor	1.565	2.009	8,1	7	28,4
Transporte, almacenamiento y comunicaciones	1.215	1.700	6,3	5,9	39,9
Construcción	738	932	3,8	3,2	26,3
Agricultura, Silvicultura y Pesca	176	235	0,9	0,8	33,5
Total Impuesto a Cargo	19.351	28.789	100	100	48,8

Fuente: MFMP con base en DIAN.

Recuadro 7. La ilusión del mayor recaudo

Con corte a agosto de 2012, los impuestos recaudados por la DIAN han aumentado significativamente hasta alcanzar los 71,6 billones de pesos, lo cual implica un crecimiento del 20% frente al mismo periodo del año anterior. Este impulso en el recaudo se explica principalmente gracias al buen desempeño que ha tenido el sector minero-energético, que ha llevado a un aumento importante, de 109%, en los impuestos pagados por las empresas pertenecientes a este sector. Si descontamos el sector minero, el crecimiento del recaudo tributario es tan solo de 7,5% en lo corrido de 2012, cifra consistente con la evolución de la actividad económica en términos nominales.

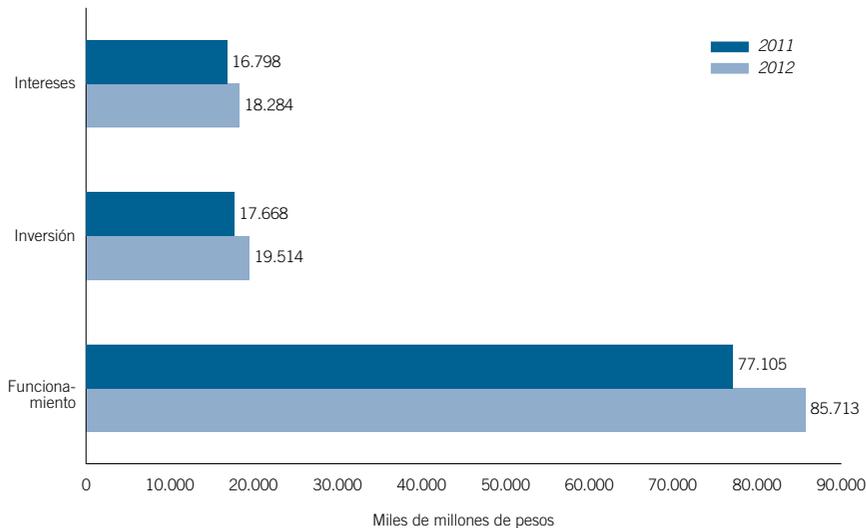
Un mayor recaudo viene siempre acompañado de una positiva sensación de disponibilidad presupuestal para la ejecución del gasto público. Sin embargo, cuando en un país el recaudo es transitorio y volátil sin basarse en elementos estructurales, la vulnerabilidad de las cuentas fiscales aumenta. Este es el caso de Colombia, que de acuerdo con el Marco Fiscal de Mediano Plazo espera

para 2012 que el 65% del aumento de las rentas por sectores económicos correspondan al sector minero.

Como lo mencionamos en la Tendencia Económica número 122, una desaceleración de la economía internacional, de la mano de una profundización de la crisis europea, tendría un impacto doblemente perverso sobre la estabilidad macroeconómica. Por un lado, desaceleraría la actividad productiva del país de manera directa, afectando las exportaciones y por otro lado, reduciría el precio de las materias primas golpeando de manera sustancial el recaudo tributario y dejando sin espacio fiscal al gobierno para impulsar la economía a través del gasto público.

Para hacer sostenible el crecimiento económico de largo plazo es indispensable pensar en la salud fiscal de Colombia. Bajo esta premisa, eventuales frustraciones por el lado del recaudo solo pueden venir acompañadas de inconvenientes ajustes por el lado del gasto o de la evaluación de fuentes alternativas de ingresos para el Estado a través de la revisión de las cargas tributarias

Gráfico 87. Principales componentes del gasto



Fuente: MFMP-Ministerio de Hacienda y Crédito Público.

3.1. Ejecución presupuestal

Los pagos realizados hasta septiembre de 2012 han estado del orden de los 97,5 billones de pesos, de una apropiación de 165,5 billones. Lo que indica, que la ejecución presupuestal es de tan solo un 58,8%. No obstante, si se mira por el lado de los compromisos adquiridos hasta septiembre, estos suman 116 billones de pesos llegando a un total de un 70% de ejecución. En cuanto a la ejecución por componentes, la inversión con corte a septiembre se encuentra en un 37% en las tres cuartas partes del año (Gráfico 88).

Los bajos niveles de ejecución de la inversión no son un fenómeno exclusivo de este año, sino que es el común denominador. En efecto, como se muestra en el Cuadro 41, los porcentajes de ejecución a julio de 2012 son superiores a los del año anterior y similares a los promedios de años anteriores. Mientras que en el promedio de 2006-2010 el nivel medio de ejecución era de 31,4% para julio, en 2012 fue de 28,9%. Como dato atípico se encuentra

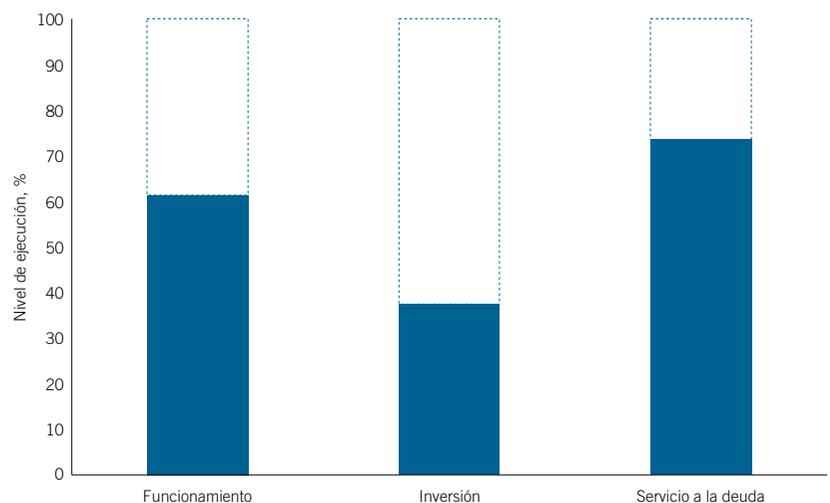
el Comercio, la industria y el turismo con un nivel de 68,9% a diferencia con años anteriores donde no superaba el 30%.

4. Deuda Pública

Los continuos déficits del GNC implican unas mayores necesidades de financiamiento y en esa medida unos mayores niveles de deuda. En efecto, de acuerdo con las cifras del Banco de la República de junio de 2005 a junio de 2012 la deuda pública se ha incrementado en un 67,7%.

Una particularidad importante es la asimetría en los crecimientos de la deuda pública: mientras la deuda interna creció un 94,7% la deuda externa lo hizo en un 23,6% (Gráfico 89). El crecimiento asimétrico de la deuda interna y externa cambió la participación de cada una dentro de la deuda total. Mientras en 2005 la participación de la deuda interna dentro del total fue de un 62% en 2012 esta se ubicaba en 72%. El saldo de la deuda pública total con corte a junio se encuentra en

Gráfico 88. Ejecución presupuestal por componentes



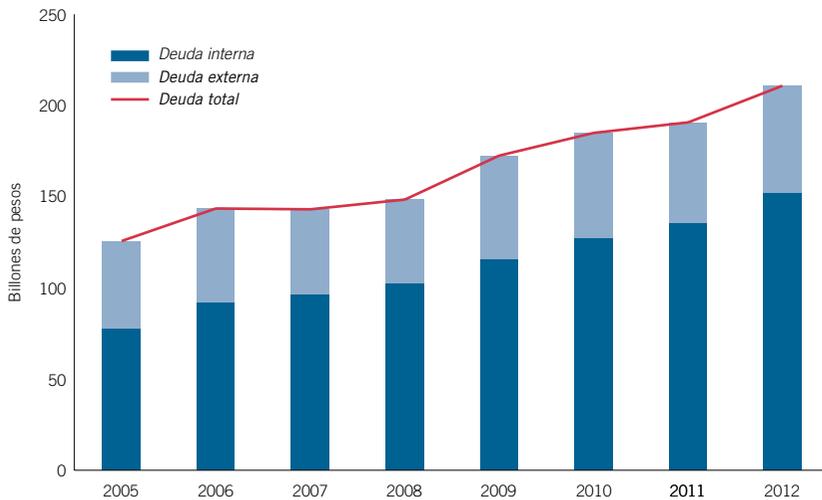
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público y cálculos Fedesarrollo.

II Cuadro 40. Ejecución presupuesto general de la Nación

Concepto	Apropiación vigente	Compromisos	Obligaciones	Pagos	Apropiación sin comprometer	Porcentaje de ejecución				
	(1)	(2)	(3)	(4)	(5)= (1-2)	Comp./Apro. (6)= (2/1)	Oblig./Apro. (7)= (3/1)	Pago/Apro. (8)= (4/1)	Oblig./Comp. (9)= (3/2)	Pago/Oblig. (10)= (4/3)
I. FUNCIONAMIENTO	89.887	60.090	55.715	55.181	29.797	66,9	62,0	61,4	92,7	99,0
Gastos de Personal	18.537	12.752	12.408	12.369	5.785	68,8	66,9	66,7	97,3	99,7
Gastos Generales	6.488	5.095	3.305	3.174	1.393	78,5	50,9	48,9	64,9	96,1
Transferencias	63.249	41.250	39.305	38.965	21.999	65,2	62,1	61,6	95,3	99,1
Operación Comercial	1.613	993	697	673	620	61,5	43,2	41,7	70,2	96,6
II. SERVICIO DE LA DEUDA	38.715	28.843	28.724	2.845	9.872	74,5	74,2	73,5	99,6	99,0
Deuda Externa	7.882	4.995	4.876	4.675	2.887	63,4	61,9	59,3	97,6	95,9
Amortizaciones	3.601	2.413	241	2.375	1.188	67,0	66,9	65,9	99,9	98,6
Intereses	4.281	2.582	2.466	2.300	1.699	60,3	57,6	53,7	95,5	93,3
Deuda Interna	30.833	23.849	23.848	23.775	6.985	77,3	77,3	77,1	100,0	99,7
Amortizaciones	16.012	13.950	13.950	13.885	2.061	87,1	87,1	86,7	100,0	99,5
Intereses	14.821	9.898	9.898	9.890	4.923	66,8	66,8	66,7	100,0	99,9
III. INVERSION	36.940	27.371	15.184	13.824	9.570	74,1	41,1	37,4	55,5	91,0
IV. TOTAL (I + II + III)	165.542	116.303	99.623	97.455	49.239	70,3	60,2	58,9	85,7	97,8
V. TOTAL SIN DEUDA (I + III)	126.827	87.460	70.899	69.005	39.367	69,0	55,9	54,4	81,1	97,3

Fuente: Dirección General de Presupuesto Público Nacional- Subdirección de Análisis y Consolidación Presupuestal.

Gráfico 89. Deuda interna, externa y total



Fuente: Banco de la República.

211 billones de pesos, 20 billones más que para el mismo periodo en 2011. En los últimos años, la mayor variación se dio entre 2008 y 2009 con un aumento del stock de la deuda de un 16,2%. Esta situación obedeció al mayor déficit fiscal para ese año en el cual tuvo que incurrir el Gobierno para poder llevar a cabo su política expansionista anticíclica.

del PIB y 1,5% del PIB a lo largo del período, lo cual implica superávits primarios (excluidos los pagos de intereses). Los ingresos tributarios como porcentaje del PIB disminuirían pero en una menor proporción de la trayectoria que obtendría el gasto. Sin embargo, esa reducción de la brecha entre ingresos y gastos no es suficiente para cumplir con la meta de sostenibilidad de las finanzas públicas.

5.2. Escenario alto

En el escenario alto el recaudo tributario aumenta más que de manera proporcional, de tal forma que como porcentaje del PIB los ingresos se hacen más grandes. En este escenario se

espera un mayor recaudo de renta del sector minero energético a través de mayores precios de las materias primas.

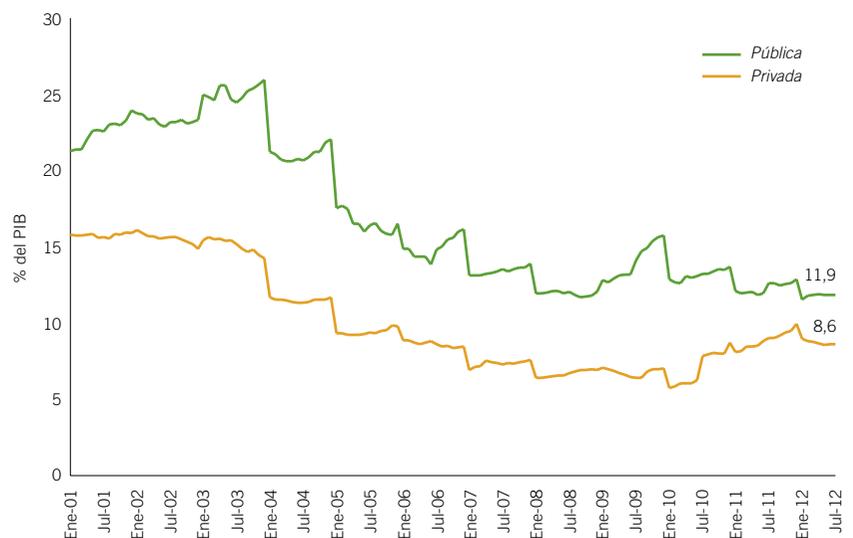
El déficit del GNC se esperaría esté en 1,2% para el año 2016 y no requerir nueva deuda para poder solventar el gasto (Cuadro 43). Además, en el SPNF y en el SPC se

5. Proyecciones

5.1. Escenario base

De acuerdo con los modelos de pronósticos de Fedesarrollo y la información suministrada por el Ministerio de Hacienda a través del plan financiero del MFMP, se tiene que el balance del GNC tendrá un comportamiento mixto hasta situarse en el año 2016 en un déficit de 2,5% del PIB (Cuadro 42). La diferencia principal con las proyecciones del Ministerio de Hacienda son las perspectivas sobre el comportamiento del precio y la producción de petróleo y del crecimiento del PIB. En el caso del SPNF se mantendrían déficits entre 1,0%

Gráfico 90. Evolución de la deuda externa



Fuente: Banco de la República.

tendría un superávit cercano al 0,3% como porcentaje del PIB. Es de anotar, que estos pronósticos se refuerzan en la intención de tener una política fiscal contracíclica que ahorre en momentos de buena salud económica para gastar en momentos recesivos.

5.3. Escenario bajo

En el escenario bajo también se observaría un aumento del déficit fiscal de manera importante. Este resultado se debe a los menores ingresos petroleros, un crecimiento económico

modesto y unas condiciones internacionales deterioradas. Para 2016 se obtendría un déficit de 4,2% del PIB como consecuencia de un gasto de 17,1% y unos ingresos de 12,9% del PIB (Cuadro 44). De manera análoga el déficit del SPNF y el SPC tendrían aumentos cercanos al doble de lo que espera para el año 2012 (es decir 2,6% del PIB para el SPNF y un 2,5% para el SPC); de acuerdo con lo anterior, en el escenario bajo se materializan los riesgos de tener un recaudo ligado al sector minero-energético, y como Fedesarrollo lo ha venido diciendo es prioritaria una reforma que aumente el recaudo tributario de manera estructural.

■ Cuadro 41. Ejecución presupuestal de la inversión a septiembre
(Inversión por sectores)

	2006-2010	2010	2011	2012
Educación	42,8	40,7	48,3	39,9
Ambiente, vivienda y desarrollo territorial	25,0	10,4	33,7	38,1
Cultura y deporte	57,2	65,2	50,6	52,7
Protección social	49,0	53,9	36,1	68,3
Agropecuaria	59,1	40,1	33,8	33,1
Minas y energía	51,5	58,3	48,0	42,5
Comunicaciones	38,7	28,7	15,2	42,0
Transporte	36,7	36,8	32,0	27,2
Planeación	18,7	20,1	14,0	29,7
Estadísticas	45,8	51,5	38,2	44,5
Relaciones exteriores	41,7	57,6	40,3	47,7
Hacienda	32,5	38,0	17,1	14,4
Defensa y seguridad	43,6	39,6	27,7	31,9
Interior y justicia	42,0	43,9	26,6	56,3
Comercio, industria y turismo	31,5	37,9	50,5	76,8
Organismos de control	22,4	30,4	18,1	20,9
Empleo público	27,6	30,1	15,0	30,9
Congreso de la República	37,3	19,8	2,4	1,6
Presidencia de la República	31,6	29,9	13,7	6,3
Registraduría	20,7	32,8	14,9	15,3
Ciencia y tecnología	21,7	49,3	39,4	42,0
Rama Judicial	18,8	17,3	7,1	10,2
Fiscalía	15,3	11,6	19,1	9,2
Total	35,3	36,7	27,9	34,0

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público- Subdirección de Análisis y Consolidación Presupuestal.

Recuadro 8. El Sistema General de Regalías y la formulación de proyectos

El Sistema General de Regalías (SGR) cuenta con un presupuesto cercano a los 9 billones de pesos para 2012. De éstos, sólo \$6 billones son sujetos a ejecución, debido a que los 3 billones restantes hacen parte del Fondo de Pensiones Territoriales y del Fondo de Ahorro y Estabilización, con el cual se busca estabilizar los ingresos que reciben las regiones y disminuir las presiones a la apreciación cambiaria. El nuevo Sistema General de Regalías tiene como objetivo una mayor equidad regional y de esta manera aumenta la participación de las regiones no productoras y prevé una mayor asignación presupuestal a aquellos departamentos y municipios con mayores niveles de pobreza. El SGR busca también una mayor eficiencia y un mayor impacto en el uso de los recursos a través de la financiación de proyectos de carácter regional.

Los objetivos son loables, pero los retos también son considerables: el más importante de todos es la dificultad de muchos entes territoriales para formular y estructurar proyectos para ser financiados con recursos de regalías, la única vía por la cual los entes territoriales pueden tener acceso a dichos recursos. Lo anterior trae consigo riesgos sobre la ejecución de tan importante presupuesto.

En efecto, de acuerdo con datos suministrados por el Ministro de Hacienda, a noviembre de 2012 sólo se había aprobado cerca del 37,5% de los 6 billones

disponibles, lo que pone de presente la dificultad para la estructuración de proyectos y la baja probabilidad de que se alcance un cumplimiento total del presupuesto en lo que resta del año. Si bien los recursos no ejecutados siguen disponibles para ser utilizados en la próxima vigencia, la acumulación de los recursos pendientes de ejecución con aquellos de la vigencia 2013 supone un mayor reto para la formulación, estructuración y puesta en marcha de los proyectos de inversión.

En resumen, hay un evidente cuello de botella en la capacidad operativa de las regiones para formular y estructurar proyectos que impide sacar provecho al nuevo Sistema General de Regalías. Aunque parte de los recursos de regalías se destina al fortalecimiento de estas competencias por parte de los entes territoriales, este es un proceso lento que probablemente no va a entregar sus frutos al ritmo que se requiere. Es fundamental el apoyo desde el Gobierno Nacional, en el cual Fonade debe jugar un papel central, pero también se debe impulsar el apoyo desde el sector privado, el cual, trabajando de la mano con los Gobiernos Subnacionales puede tener un rol protagónico en la formulación y estructuración de proyectos.

Los proyectos de inversión son el agua que debe correr a través de la nueva tubería del SGR. Si no hay proyectos bien formulados y bien estructurados, no va a ser posible saciar la sed por lograr un mayor desarrollo regional.

II Cuadro 42. Pronóstico fiscal- escenario base

		2012	2013	2014	2015	2016
Pronóstico PIB	Variación anual	4,4	4,3	4,5	4,5	4,6
Balance SPC	% PIB	-1,4	-1,9	-1,2	-1,6	-1,2
Balance SPNF	% PIB	-1,4	-1,9	-1,3	-1,7	-1,3
Balance GNC	% PIB	-2,6	-3,1	-2,6	-3,0	-2,5
Ingresos GNC	% PIB	16,0	15,5	15,5	14,4	14,6
Gasto GNC	% PIB	18,6	18,6	18,1	17,4	17,1

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

II Cuadro 43. Pronóstico fiscal escenario alto

		2012	2013	2014	2015	2016
Pronóstico PIB	Variación anual	4,4	5,3	5,4	5,5	5,8
Balance SPC	% PIB	-1,4	-1,9	-1,0	-1,2	-0,4
Balance SPNF	% PIB	-1,4	-2,0	-1,1	-1,3	-0,5
Balance GNC	% PIB	-2,6	-2,7	-1,8	-2,0	-1,2
Ingresos GNC	% PIB	16,0	15,9	16,3	15,4	15,9
Gasto GNC	% PIB	18,6	18,6	18,1	17,4	17,1

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

II Cuadro 44. Pronóstico fiscal escenario bajo

		2012	2013	2014	2015	2016
Pronóstico PIB	Variación anual	4,4	3,3	3,7	3,7	3,8
Balance SPC	% PIB	-1,4	-2,3	-2,4	-3,2	-2,9
Balance SPNF	% PIB	-1,4	-2,4	-2,4	-3,4	-3,1
Balance GNC	% PIB	-2,6	-3,6	-3,5	-4,4	-4,2
Ingresos GNC	% PIB	16,0	15,0	14,6	13,0	12,9
Gasto GNC	% PIB	18,6	18,6	18,1	17,4	17,1

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

El crecimiento del segundo trimestre de 2012 superó las expectativas de los analistas ubicándose en 4,86% cifra ligeramente inferior a lo alcanzado en el segundo trimestre de 2011. Este buen desempeño, sumado a lo conseguido durante el primer trimestre, logró consolidar una sólida expansión de la economía colombiana durante el primer semestre de 2012 de 4,8%.

Por el lado de la oferta, este crecimiento fue jalonado principalmente por la minería, la construcción y los establecimientos financieros, lo cual contrasta con la pérdida de importancia de algunos sectores como el industrial, el agrícola y el comercio. Por el lado de la demanda, la mayoría de los componentes sufrieron una desaceleración con respecto a igual período de 2011. El único rubro que superó lo observado el año pasado fue el consumo del Gobierno, el cual se aceleró alcanzando un crecimiento anual de 3,6%.

El Banco de la República ha logrado consolidar su credibilidad ante los agentes del mercado, ello gracias a que la inflación se ha mantenido anclada en el rango meta desde hace más de dos años. Para el 2012, las expectativas muestran que el mercado espera que la inflación de fin año se sitúe muy cerca del rango meta. Si bien, al analizar de forma más detallada el comportamiento de los diferentes componentes, esta no es uniforme. Fedesarrollo no encuentra ningún elemento de preocupación que lleve a pensar que en el corto o mediano plazo se vaya a incumplir dicha meta.

Durante el presente año, Colombia ha enfrentado un contexto internacional bastante desfavorable. El FMI estima que para 2012 los países desarrollados decrecerán 0,3%. Los datos al segundo trimestre muestran que los países europeos que han tenido la caída más importante en su

producto son Grecia, Portugal e Italia. Esto asociado a una caída en la producción industrial y al aumento del desempleo muestra la debilidad de estos países. No obstante, es importante resaltar que en los últimos meses se ha visto una mejora importante en cuanto a la percepción de riesgo de los mercados, que se ve reflejada en la reducción de los Credit Default Swaps.

Este difícil contexto internacional ha afectado a Colombia. Por un lado, hemos visto cómo las exportaciones han perdido dinámica durante lo corrido del año, contrayéndose a una tasa anual de 7,6% durante el mes de agosto y con un crecimiento del 7,7% para lo corrido del año. Por otro lado, las importaciones también han tenido una desaceleración nada despreciable la cual, sin embargo, ha sido mucho menor que la de las exportaciones, alcanzando un crecimiento de 8,6% durante agosto y una variación año corrido de 11,2%. Esta dinámica de las exportaciones e importaciones se ha visto reflejada en un aumento del déficit de la cuenta corriente, el cual representó durante el primer semestre el 2,7 % del PIB, cifra que resulta superior en 0,3 pps con respecto a igual periodo de 2011. La cuenta de capital y financiera durante el mismo periodo registró un superávit de US\$6.747 millones, superior en US\$886 millones a lo observado en igual periodo de 2011. Este buen comportamiento se explica fundamentalmente en el aumento de la inversión extranjera directa.

En lo corrido del año, hasta octubre, la tasa de cambio ha fluctuado de forma importante entre 1.754 y 1.942 pesos por dólar, ubicándose en 1.796 en promedio, con una apreciación de 1,9% con respecto a igual periodo de 2011. El Banco de la República ha buscado moderar las presiones revaluacionistas con su programa de compras diarias anunciadas de al menos US\$20, con las cuales el

nivel de reservas internacionales se incrementó en más de US\$2.200 millones a lo largo del año hasta Junio.

En el frente fiscal es preciso destacar la mejora en las cuentas fiscales como consecuencia del aumento en los tributos recaudados, así como por la aprobación del principio de sostenibilidad, la regla fiscal y la ley de regalías. En 2011 el aumento de los tributos fue del 23%, liderados principalmente por el incremento en las rentas petroleras, situación similar a lo que esperamos que suceda durante 2012, no obstante, debido a la desaceleración de la economía prevista para este año, este aumento sería del 14%.

Ante un contexto internacional aún no resuelto, Fedesarrollo realiza una serie de posibles escenarios para los próximos cinco años. En nuestro escenario de mayor probabilidad de ocurrencia, prevemos una desaceleración durante el segundo semestre de año, la cual afectará el desempeño de la economía. Pronosticamos una reducción en el crecimiento del PIB de 1,5 pps con respecto al año inmediatamente anterior, alcanzando un crecimiento de 4,4% para el año completo (Cuadro 45). Si bien este resultado es bastante inferior a lo logrado un año atrás, resulta muy favorable al compararlo con el crecimiento de los países desarrollados. Por su parte

consideramos que durante el próximo quinquenio la inflación se mantendrá anclada cerca al punto medio del rango meta. Finalmente vemos un progreso en las cuentas fiscales del Gobierno. El SPC reducirá su déficit a 1,2% para 2016.

En nuestro escenario optimista vemos una aceleración en el crecimiento de la economía a partir de 2013, donde la economía crecería a ritmos superiores a 5,3%, llegando a 5,8% en 2016. Respecto al escenario base se presenta una diferencia en la proyección que varía entre 0,9 y 1,2 pps (Cuadro 46). Este mejor desempeño de la economía se verá reflejado en la situación fiscal del Gobierno. En 2016 el déficit del SPC llegará a niveles del 0,4%. Por su parte, la inflación continuará anclada en el rango meta, en 2015 aumentará a 3,7% pero volverá a disminuir en 2016.

Finalmente, en nuestro escenario pesimista observamos una desaceleración importante de la actividad económica. Para 2013 observamos un crecimiento de 3,3%, el cual se recupera hasta 3,8 en 2016 (Cuadro 47). Esta desaceleración de la actividad económica irá asociado a un aumento considerable del déficit fiscal muy importante y representaría un retroceso para la salud de las finanzas públicas. Prevemos que para 2016 el déficit del SPC sea de 2,9%.

II Cuadro 45. Resumen pronósticos escenario base

Resumen pronósticos	2012	2013	2014	2015	2016
Actividad económica					
PIB	4,4	4,3	4,5	4,5	4,6
Inflación					
Total	2,9	3,1	3,2	3,4	3,2
Sin alimentos	2,7	3,2	2,8	3,1	2,9
Transables	0,8	1,2	1,4	1,8	1,6
No transables	3,6	3,6	3,8	3,9	3,9
Tasas de interés					
Tasa repo cierre del año	4,50	4,50	4,75	5,00	5,25
DTF cierre del año	5,0	4,9	5,1	5,3	5,5
Fiscal					
Balance SPC	-1,4	-1,9	-1,2	-1,6	-1,2
Balance SPNF	-1,4	-1,9	-1,3	-1,7	-1,3
Balance GNC	-2,6	-3,1	-2,6	-3,0	-2,5
Ingresos GNC	16,0	15,5	15,5	14,4	14,6
Gasto GNC	18,6	18,6	18,1	17,4	17,1

Fuente: Fedesarrollo.

II Cuadro 46. Resumen pronósticos escenario alto

Resumen pronósticos	2012	2013	2014	2015	2016
Actividad económica					
PIB	4,4	5,3	5,4	5,5	5,8
Inflación					
Total	2,9	3,3	3,4	3,7	3,5
Sin alimentos	2,7	3,5	3,2	3,3	3,1
Transables	0,8	1,1	1,2	1,5	1,3
No transables	3,6	3,8	3,9	4,2	4,1
Tasas de interés					
Tasa repo cierre del año	4,50	5,00	5,25	5,50	5,75
DTF cierre del año	5,0	5,2	5,5	5,7	6,0
Fiscal					
Balance SPC	-1,4	-1,9	-1,0	-1,2	-0,4
Balance SPNF	-1,4	-2,0	-1,1	-1,3	-0,5
Balance GNC	-2,6	-2,7	-1,8	-2,0	-1,2
Ingresos GNC	16,0	15,9	16,3	15,4	15,9
Gasto GNC	18,6	18,6	18,1	17,4	17,1

Fuente: Fedesarrollo.

II Cuadro 47. Resumen pronósticos escenario bajo

Resumen pronósticos	2012	2013	2014	2015	2016
Actividad económica					
PIB	4,4	3,3	3,7	3,7	3,8
Inflación					
Total	2,9	3,0	3,1	3,0	2,9
Sin alimentos	2,7	3,1	2,6	2,8	2,7
Transables	0,8	1,5	1,8	2,1	1,9
No transables	3,6	3,2	3,5	3,7	3,4
Tasas de interés					
Tasa repo cierre del año	4,50	4,25	4,50	4,75	4,50
DTF cierre del año	5,0	4,4	4,8	5,0	4,7
Fiscal					
Balance SPC	-1,4	-2,3	-2,4	-3,2	-2,9
Balance SPNF	-1,4	-2,4	-2,4	-3,4	-3,1
Balance GNC	-2,6	-3,6	-3,5	-4,4	-4,2
Ingresos GNC	16,0	15,0	14,6	13,0	12,9
Gasto GNC	18,6	18,6	18,1	17,4	17,1

Fuente: Fedesarrollo.

INVIERTA EN EL

CDT MILLONARIO

• Donde usted tiene •
oportunidades millonarias



SUPERINTENDENCIA FINANCIERA
DE COLOMBIA
VIGILADO

Participe en el sorteo de \$20.000.000 trimestrales
o \$5.000.000 semestrales, según monto y plazo de apertura. **Es
la oportunidad de hacer crecer su dinero**

• Duración de la campaña: Julio 03 de 2012 hasta Julio 02 de 2013

Red de Oficinas Antioquia

Alpujarra **Medellín**

Andes

Apartadó

Aranjuez **Medellín**

Barbosa

Bellavista **Donmatías**

Bello

Briceño

Caucasia

Cisneros

Ciudad Bolívar

Concordia

Copacabana

Donmatías

Girardota

Hispania

La Playa **Medellín**

La Sierra **Puerto Nare**

Liborina

Puerto Berrío

Remedios

Rionegro

Salgar

San Jerónimo

San José del Nus

Santa Fe de Antioquia

San Pedro

Santa Rosa de Osos

Segovia

Sopetrán

Urao

Yarumal

Resto del país

Barranquilla

Bogotá

Cali

Montería

Pereira



Línea audio respuesta **JOCEFA**: 232 00 11 | 01 8000 421827

PBX: 444 18 27



CFA

COOPERATIVA FINANCIERA DE ANTIOQUIA

» **alcanzar**
objetivos con
excelencia
académica

Reacreditación

» El concepto que transforma la Acreditación

Mayores informes: Conmutador 3405555

www.udem.edu.co

 [umedellin](https://www.facebook.com/umedellin)  [@UdeM61](https://twitter.com/UdeM61)

» **Facultad de Ciencias
Económicas y Administrativas**

Pregrados

**Administración de
Empresas**

Duración: 10 semestres
SNIES: 1514

Reacreditado

**Administración de
Empresas Turísticas**

Duración: 10 semestres
SNIES: 10872

Contaduría Pública

Duración: 10 semestres
SNIES: 9312

Reacreditado

Mercadeo

Duración: 10 semestres
SNIES: 52403

Negocios Internacionales

Duración: 10 semestres
SNIES: 15243

Acreditado

Economía

Duración: 10 semestres
SNIES: 1513

Posgrados

Maestría en Relaciones Internacionales

4 niveles. SNIES: 101548

Maestría en Logística

4 niveles. SNIES: 101554

Maestría en Contabilidad

4 Niveles. SNIES 90482

Maestría en Mercadeo

4 Niveles. SNIES 90968

Maestría en Tributación y Política Fiscal

4 Niveles. SNIES 90575

Maestría en Administración MBA

Nivelatorios, 4 Niveles. SNIES 52254

Maestría en Gobierno

4 Niveles. SNIES 53382

» **18**
especializaciones



UNIVERSIDAD DE MEDELLIN

Resolución 103 del 31 de julio de 1950

**1^{ER} CENTRO
DE PENSAMIENTO
EN COLOMBIA**
4^º en Latinoamérica y 29 en el ranking de Think Tanks de Política Económica
Doméstica a Nivel Mundial.



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social

ENCUESTAS DE OPINIÓN

EMPRESARIAL: Expectativas de inversión, evolución de inventarios, uso de capacidad instalada.

AL CONSUMIDOR: Disposición de compra de bienes, perspectivas económicas de los hogares.

SOCIAL A HOGARES: Calidad de vida, seguridad social, empleo y educación, servicios públicos.

PROSPECTIVA ECONÓMICA

Proyecciones macroeconómicas y sectoriales de corto y mediano plazo.

COYUNTURA ECONÓMICA

Investigación Económica y Social.

PUBLICACIONES: Libros y cuadernos

TENDENCIA ECONÓMICA

CONFERENCIAS GREMIALES

EVENTOS EN ALIANZA

INFORMES OFICINA COMERCIAL

E-mail: comercial@fedesarrollo.org.co - Tel. (571) 3259777
Ext. 332 - 340 - 365 - Calle 78 No. 9 - 91 - Bogotá - Colombia





Fedesarrollo

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

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