

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

163



Editorial: Perspectivas económicas y fiscales para Colombia

Actualidad: Revisión de las proyecciones macroeconómicas para 2016

Coyuntura Macroeconómica

TENDENCIA ECONÓMICA

FECHA DE PUBLICACIÓN:
MARZO 28 DE 2016

EDITORES

Leonardo Villar
Director Ejecutivo

Natalia Salazar
Subdirectora

Camila Pérez
Directora de Análisis Macroeconómico
y Sectorial

OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 325 97 77
Ext.: 340 | 365 | 332
comercial@fedesarrollo.org.co

DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano
Formas Finales Ltda.
mconsuelolozano@hotmail.com

ISSN 1692-035X



Calle 78 No. 9-91 | Tel.: 325 97 77
Fax: 325 97 70 | A.A.: 75074
<http://www.fedesarrollo.org.co>
Bogotá, D.C., Colombia

CONTENIDO

- 1** EDITORIAL
Pág. 3 Perspectivas económicas y fiscales para Colombia
- 2** ACTUALIDAD
Pág. 7 Revisión de las proyecciones macroeconómicas para 2016
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA
Pág. 16

Tendencia Económica se hace posible
gracias al apoyo de:



Perspectivas económicas y fiscales para Colombia*

Las perspectivas de crecimiento mundial para 2016 se han perfilado hacia un escenario más débil al inicialmente previsto. La caída de los precios de las materias primas, la desaceleración y reorientación del modelo de crecimiento en China, junto con una contracción en algunos países emergentes, hacen prever una recuperación más gradual de la actividad productiva mundial. Bajo este panorama el Fondo Monetario Internacional estima que el crecimiento mundial en el presente año se ubicará en 3,4%, que si bien está ligeramente por encima del 3,1% estimado para 2015, posiblemente será revisado a la baja a lo largo del año.

El análisis por bloques económicos, por su parte, deja entrever grandes diferencias en las proyecciones para el año en curso: las economías más desarrolladas se recuperan a tasas moderadas, mientras que las emergentes, especialmente las más dependientes de los precios de las materias primas, se desaceleran o incluso se contraen. La desaceleración de China es particularmente importante para los países de América del Sur que son exportadores netos de productos básicos. De acuerdo con el FMI, América Latina decrecerá a una tasa de 0,3% en 2016, por cuenta principalmente de las fuertes contracciones esperadas en las economías de Brasil y Venezuela.

En el caso de Colombia, vale la pena recordar que el petróleo y el carbón representan cerca de dos terceras partes de las exportaciones totales del país, de manera que aunque el efecto directo de un menor crecimiento de la economía China sobre las ventas externas de Colombia es moderado¹, el impacto indirecto es muy significativo, toda vez que una caída en la demanda mundial por estas materias primas induce una mayor reducción en sus cotizaciones. Al respecto, es importante anotar que China concentra el 50,6% de la demanda mundial de carbón y el 12,4% de la de petróleo.

* La elaboración de este artículo contó con la colaboración de Camila Orbegozo.

¹ Las exportaciones de Colombia a China tan solo representan el 6,5% de las ventas externas totales y, cuando se tienen en cuenta únicamente las exportaciones de productos no tradicionales (es decir, excluyendo petróleo, café, carbón y ferroníquel) esta participación se reduce a 1,6%.

La drástica caída en los precios del petróleo que ya se había observado entre mediados de 2014 y finales de 2015 se pronunció de manera dramática en las primeras semanas de 2016, cuando llegaron a observarse niveles de los indicadores WTI y Brent por debajo de los 30 dólares el barril, inferiores en más de 70% a los que se observaban 18 meses atrás. El desplome de los precios no solo fue reflejo del bajo dinamismo de la demanda sino también del gran aumento en la oferta inducido por el desarrollo de nuevas tecnologías - que permitieron a EEUU incrementar de manera notable sus niveles de producción - y por factores sociopolíticos, tales como el acuerdo que permitió comenzar el desmonte de las sanciones que venían aplicándose en años anteriores contra las ventas de crudo iraní. Estos factores hacen que, a diferencia de episodios anteriores de caída en los precios del crudo, el ajuste en esta ocasión refleje un cambio estructural del mercado global que probablemente hará que el choque que perciben actualmente los países exportadores sea en alto grado de carácter permanente. Aun los escenarios más optimistas predicen una cotización promedio del crudo alrededor de 45 dólares por barril en 2016, cifra inferior a los 75 dólares por barril que fue el mínimo en el cual se ubicó el precio del petróleo entre 2011 y mediados de 2014. El impacto de la baja en las cotizaciones del petróleo, además, no solo se siente en Colombia de manera directa sino también a través de sus vecinos más cercanos, Venezuela y Ecuador, cuya dependencia económica en el valor de las exportaciones de crudo es bien conocida. De hecho, para Venezuela el FMI espera en 2016 una contracción de 8% en el PIB, mientras para Ecuador la caída sería del orden de 2,5%, lo cual tiene implicaciones grandes sobre nuestras exportaciones no tradicionales.

El choque que enfrenta la economía colombiana afectará en primer lugar el crecimiento. Como se explica en detalle en el artículo de Actualidad de la presente publi-

cación, Fedesarrollo estima que el PIB crecería un 2,5% este año, cifra que si bien es menor al 3,1% observado en 2015, todavía se encuentra por encima del crecimiento proyectado por el FMI para nuestros pares de la región, con excepción de Perú, para el cual el Fondo proyecta un crecimiento de 3,3%.

En segundo lugar, dada la caída en las exportaciones, y aun con una contracción de 12% en las importaciones, el déficit de cuenta corriente sería en 2016 del orden de 6,3% del PIB (aproximadamente 17 mil millones de dólares). Si bien este déficit mejora levemente frente al año anterior, es todavía extraordinariamente alto, e implica un difícil reto de financiamiento externo, que se complica además por la contracción esperada en los flujos de inversión extranjera que tradicionalmente llegaban al sector minero y de hidrocarburos y por el deterioro en la percepción de riesgo de los inversionistas, que surge del complejo entorno regional.

En tercer lugar, el carácter permanente de la caída en el precio del petróleo afectará de manera importante las cuentas fiscales en el mediano plazo. Para 2016, las proyecciones de Fedesarrollo indican que, aun incorporando el ajuste de gastos anunciado recientemente por el gobierno, el déficit fiscal del GNC ascendería a 4% del PIB este año, superior al 3,6% proyectado por el gobierno. El déficit primario del GNC alcanzaría niveles cercanos al 1% del PIB.

La existencia de niveles altos de déficit fiscal e incluso de un déficit primario en 2016 es comprensible ante la magnitud del impacto de caída en los ingresos que ha tenido que enfrentar la economía colombiana como consecuencia de los menores precios del petróleo y de la desaceleración económica. La propia regla fiscal contempla este tipo de efectos y es por ello que abre campo para que los desbalances fiscales se distancien temporalmente

del déficit estructural establecido en la Ley que creó dicha regla. En el mediano plazo, sin embargo, la situación es más preocupante, por cuanto los déficits cíclicos no pueden perdurar indefinidamente y ante una caída estructural en los ingresos, la economía debe buscar la manera de converger en un plazo razonable hacia los niveles de déficit estructural aceptables. Como se explica en detalle en el artículo de Actualidad de esta misma publicación, para que ello suceda se requiere de una reforma tributaria con efectos importantes en materia de recaudo.

En efecto, sin ningún ajuste significativo en términos de recaudo, las finanzas públicas no solo no mostrarían señales de ajuste frente al déficit fiscal esperado para 2016, sino que tendrían un deterioro aún más pronunciado en los próximos años. Las normas legales vigentes contemplan la expiración gradual del impuesto a la riqueza, la cual sería sustituida por una sobretasa temporal al CREE que a su vez desaparecería a partir del 2018, año a partir del cual empezaría a desmontarse también el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF). Para el año 2020, la eliminación de esos impuestos, prevista en las normas actuales, reduciría el recaudo, como porcentaje del PIB, hasta en el equivalente a 1,7 puntos porcentuales con respecto a los niveles de 2016. Esta situación hace que, en ausencia de una reforma tributaria, y aun con un ajuste importante en los gastos del gobierno en el mediano plazo, tanto el déficit fiscal como la deuda bruta del GNC aumenten progresivamente. Los cálculos presentados en el Artículo de Actualidad de esta publicación sugieren que en 2020 se llegaría a un déficit de 5,5% del PIB y que la deuda bruta del gobierno nacional mostraría una senda ascendente e insostenible que la llevaría a superar en el mismo año el 52% del PIB. Ello sería a todas luces inconsistente con lo establecido en la Ley de Regla Fiscal que impulsó el Presidente Santos en su primer gobierno y que fue aprobado por el Congreso de la República en el año 2011.

Dadas las enormes necesidades de financiamiento que enfrenta el país en 2016 y en los próximos años, tanto desde el punto de vista de su balanza de pagos como en la perspectiva de sus finanzas públicas, es muy importante conservar el acceso a los mercados internacionales. Para ello, a su vez, resulta fundamental sostener la credibilidad en el buen manejo de las finanzas públicas que se ha traducido a lo largo del presente siglo en continuas mejoras de las calificaciones asignadas a la deuda pública colombiana por parte de las agencias calificadoras de riesgo. Recientemente una de esas calificadoras, S&P, puso en revisión la calificación y anunció la posibilidad de una rebaja, lo cual constituye un importante campanazo de alerta en este frente. Por tal razón, y para cumplir con lo establecido en la regla fiscal, es necesario que el gobierno plantee una reforma tributaria de largo alcance que logre dos objetivos simultáneos. Primero, compensar la pérdida de recaudación generada por los impuestos que bajo las normas actuales tienen un carácter temporal y van a desaparecer, y segundo, generar un aumento en el recaudo con respecto a los niveles actuales del orden de 1,5 puntos porcentuales del PIB. Solo una reforma que genere ambos efectos logrará revertir la actual tendencia ascendente de la deuda pública como porcentaje del PIB y llevar el déficit fiscal del gobierno nacional hacia niveles del orden de 1,4% del PIB en el año 2020, previstos como los niveles aceptables de déficit estructural en la Ley de Regla Fiscal.

Para lograr los objetivos planteados no basta con una reforma tributaria que logre solamente el primer objetivo comentado atrás. Los escenarios fiscales planteados en el artículo de Actualidad de esta publicación permiten ver esto de manera clara. Allí se muestra que, incluso si los ingresos tributarios se estabilizaran en los próximos años en el nivel previsto para 2016, 13,9% del PIB, el déficit fiscal se mantendría en niveles cercanos al 4% del

PIB, incompatibles con la regla fiscal, y la deuda pública mantendría una tendencia ascendente insostenible. Es indispensable, por ello, que aparte de estabilizar el recaudo y evitar una caída en los próximos años se haga un ajuste que permita aumentarlo de manera permanente en cerca de 1,5 puntos porcentuales del PIB.

La reforma propuesta por la Comisión para la Equidad y la Competitividad Tributaria en el documento que entregó al Gobierno Nacional a comienzos del presente año cumple con ambos propósitos: permite aumentar el recaudo en cerca de 1,5 puntos porcentuales del PIB y lo estabiliza

en sus nuevos niveles. En este sentido, una reforma como esa sería consistente con lo que se necesita en materia de recaudo para estabilizar las finanzas públicas en los próximos años y evitar que se pierda la credibilidad que tanto urge en las circunstancias actuales. Sólo así se podrá asegurar el financiamiento que requiere un proceso de ajuste gradual y ordenado. Más importante aún es el impacto que tendría esa reforma en materia de simplificación del estatuto tributario y de aporte a la equidad entre los contribuyentes, a la progresividad de los impuestos y a la competitividad empresarial. Pero estos temas son materia de otro editorial.

Revisión de las proyecciones macroeconómicas para 2016*

El objetivo del presente artículo de Actualidad es hacer un resumen de la actualización de las proyecciones macroeconómicas de mediano plazo de Fedesarrollo, a la luz de la última revisión en los supuestos. Presentamos además los principales riesgos para nuestro escenario base, los cuales, en caso de materializarse, tendrían implicaciones sobre el crecimiento, el balance externo y las cuentas fiscales del país.

Entorno internacional

Las perspectivas de crecimiento mundial para 2016 se han perfilado hacia un escenario más débil al inicialmente previsto. La caída de los precios de las materias primas, la desaceleración y reorientación del modelo de crecimiento en China, junto con una contracción en algunos países emergentes, hacen prever una recuperación más gradual de la actividad productiva mundial. Bajo este panorama, el Fondo Monetario Internacional (FMI) estima que para 2016 el crecimiento económico mundial será 3,4%, cifra inferior en 0,2 pps frente a la edición de octubre (Cuadro 1).

En América Latina, los bajos precios de las materias primas han implicado un deterioro en los términos de intercambio para los países dependientes de las exportaciones de productos básicos, así como una reducción de los flujos de inversión extranjera (tanto directa como de portafolio) hacia estas economías. De acuerdo con el Instituto Internacional de Finanzas (IIF) los flujos netos hacia América Latina pasaron de 205 billones de dólares en 2014 a 115 billones de dólares en 2015, lo que representa una caída anual de 44%. De esta manera, la baja cotización del petróleo y otros commodities se ha traducido en una mayor percepción de riesgo frente a las economías emergentes y en una devaluación generalizada de las monedas.

Bajo este panorama, el FMI corrigió fuertemente a la baja el pronóstico de crecimiento para América Latina y el Caribe, y para 2016 estima que la actividad productiva registrará una contracción de 0,3%, cifra inferior en 1,1 pps respecto a la edición de octubre. El

* Este artículo contó con la colaboración de Viviana Alvarado.

escenario pesimista de la región se explica por una fuerte contracción económica en Brasil y Venezuela, mientras que las perspectivas para los demás países tampoco son alentadoras. Para este año, el FMI espera que la economía brasilera se contraiga 3,5%. En Venezuela, a su vez, se destaparon los serios desequilibrios macroeconómicos que padece su economía en medio de los bajos precios del petróleo. Para este año el FMI estima que la contracción productiva en el país vecino será de 8%, tras haber caído el año anterior en 10%. Para el caso puntual de Colombia, la proyección de crecimiento que hace el FMI se redujo levemente de 2,8% a 2,7%, resultado superior a los países de la región y superado únicamente por Perú (3,3%) (Cuadro 1).

Crecimiento Económico

En Fedesarrollo revisamos a la baja la proyección del precio del petróleo para 2016 y esperamos que se ubique en pro-

medio en 37 dólares para la referencia Brent, lo que implica una recuperación frente a los niveles que se observaron en enero y febrero. No obstante, lo observado en las primeras semanas del año indica que esta mejora podría ser más lenta de lo previsto, lo cual, junto con la turbulencia en los mercados internacionales tendría efectos perjudiciales sobre las cuentas fiscales, el balance externo y la actividad productiva del país. Adicionalmente, existen factores locales que podrían afectar el crecimiento económico de este año: en primer lugar, la intensificación del fenómeno del Niño no sólo afectaría el desempeño del sector agrícola, sino que tendría efectos importantes sobre el precio de los alimentos y la generación de energía. Por otra parte, la depreciación del peso en el último trimestre de 2015 y comienzos de 2016 se ha traducido en un aumento importante en la inflación de los bienes transables, que sumada a la inflación de alimentos, podría hacer que el Banco de la República endurezca aún más su postura monetaria, con los efectos contractivos que esto tiene sobre la actividad económica.

Por último, una menor producción de petróleo y carbón y la incertidumbre generada por la discusión de la reforma tributaria y la firma del acuerdo de paz podrían agravar la desaceleración. Por lo anterior, en Fedesarrollo redujimos nuestra estimación de crecimiento para 2016 a 2,5%, 0,2 pps por debajo de lo que pronosticábamos en la edición de noviembre de *Prospectiva Económica*.

En cuanto a las proyecciones sectoriales, esperamos que la construcción se mantenga como el principal motor de la economía colombiana a mediano plazo, pero revisamos a la baja el pronóstico de crecimiento del sector para 2016, de 6,3% a 4,4%. Dicha corrección se sustenta en un menor dinamismo tanto del sector de edificaciones como de obras civiles, cuyas variaciones anuales para este año serían de 2,3% y 6,0%, respectivamente. El sector de edificaciones residenciales mantendría el bajo dinamismo

Cuadro 1
PRONÓSTICOS DE CRECIMIENTO PARA LA ECONOMÍA
MUNDIAL (Variación anual, %)

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

(e): estimado, (p): proyectado.

Fuente: FMI - WEO. Actualización (Enero de 2016).

observado en los trimestres anteriores, debido a las pocas iniciativas de vivienda residencial que se han anunciado para este año y que impulsaron el crecimiento en años anteriores. Por su parte, el sector de obras civiles se vería afectado por una menor ejecución regional, producto de la fase baja del ciclo político.

Por su parte, la minería registraría una contracción de 3,9% este año, como consecuencia de una menor producción de petróleo y un estancamiento en la producción de carbón. En 2016, la producción de petróleo se ubicaría en 945 mil barriles diarias - 60 mil barriles menos de lo que se produjo el año anterior - lo cual se explica por una menor inversión en exploración, como respuesta a los bajos precios internacionales. En contraste, el subsector de minerales no metálicos podría verse beneficiado por el buen desempeño de la construcción.

A su vez, en 2016 la industria crecería 6,0% - una cifra notablemente superior a la observada en los últimos años - lo cual obedece principalmente a dos razones: en primer lugar, esperamos que la depreciación del tipo de cambio favorezca la competitividad de las exportaciones manufactureras desde este año, una vez ajustadas las estructuras productivas de las empresas, además de beneficiar la industria local, vía sustitución de importaciones. En segundo lugar, la reapertura de la refinería de Cartagena contribuiría de manera importante al crecimiento de la industria, debido a la participación del subsector de refinación de petróleo dentro del PIB industrial (12%).

En cuanto al sector agrícola, corregimos a la baja la producción de crecimiento para 2016 desde 0,8% en la edición de noviembre hasta 0,5% en esta edición, como consecuencia de una menor producción, pues la mayor intensidad y duración del fenómeno del Niño afectaría el área sembrada y el rendimiento de las cosechas en el primer semestre del año.

Asimismo, la sequía generada por este fenómeno climático complicaría aún más la situación del sector.

Finalmente, mantuvimos inalterado el pronóstico de crecimiento del sector comercio, restaurantes y hoteles en 2,2%, lo cual implica una desaceleración con respecto al año anterior, producto de una menor demanda interna y del aumento en las tasas de interés. Esperamos que la hotelería mantenga un ritmo de crecimiento favorable durante este año, como consecuencia de la depreciación del tipo de cambio, que ha favorecido el turismo nacional y ha traído turismo extranjero.

Respecto a los componentes de demanda, esperamos una desaceleración tanto en la inversión como en el consumo público con respecto a 2015, debido a las políticas de austeridad fiscal que se adelantarían este año por la reducción de los ingresos petroleros y al menor gasto en las regiones como consecuencia del cambio de gobernadores y alcaldes. De esta manera, el crecimiento del consumo público se ubicaría en 2,0%, mientras que la inversión pública crecería 1,1%.

En cuanto al sector privado, el consumo de los hogares mostraría un dinamismo inferior al de 2015, como consecuencia de la desaceleración económica, el aumento en la inflación y la menor demanda de crédito (producto del incremento en las tasas de interés). Asimismo, la inversión privada mostraría un menor dinamismo, por lo que corregimos a la baja su pronóstico de crecimiento con respecto a la edición de noviembre, de 3,4% a 2,5%. Pese a que esperamos que los proyectos de infraestructura 4G fomenten la inversión privada este año, la inversión en el resto de sectores se reduciría, debido a la desaceleración económica, la incertidumbre por la reforma tributaria y el encarecimiento de los bienes de capital importados (debido a la depreciación del tipo de cambio) (Cuadro 2).

Cuadro 2
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO EN 2016
(Escenario base)

Sector	2014	2015	2016
Sectores productivos			
Agropecuaria	3,1	3,3	0,5
Minería	-1,1	0,6	-3,9
Construcción	10,5	3,9	4,4
Edificaciones	8,1	2,1	2,3
Obras Civiles	13,4	5,4	6,0
Industria	0,7	1,2	6,0
Servicios Públicos	3,4	2,9	2,6
Establecimientos Financieros	5,7	4,3	3,6
Comercio	5,1	4,1	2,2
Transporte y Comunicaciones	4,7	1,4	1,5
Servicios Sociales	5,2	2,9	2,1
Total PIB	4,4	3,1	2,5
Componentes de demanda			
Consumo privado	4,2	3,9	2,3
Consumo público	4,7	2,8	2,0
Inversión pública	12,0	2,1 *	1,1
Inversión privada	10,4	2,9 *	2,5
Exportaciones	-1,7	-0,7	0,6
Importaciones	7,8	3,9	0,2
Total PIB	4,4	3,1	2,5

* Estimados.

Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

Los pronósticos sectoriales y algunos supuestos presentan importantes riesgos - principalmente a la baja - como resultado de la gran incertidumbre en los mercados internacionales, la alta volatilidad del tipo de cambio, el comportamiento reciente en el mercado internacional de bienes básicos, el estancamiento en la recuperación del precio internacional del petróleo, la desaceleración económica de China, entre otros. Dentro de los factores de carácter interno, sobresalen los riesgos relacionados con el retraso en la ejecución de los proyectos 4G y la intensificación del fenómeno del Niño, como se resume en Cuadro 3.

Sector Externo

Como resultado de la caída de los precios internacionales del petróleo, los términos de intercambio del país se han

deteriorado y la tasa de cambio se ha depreciado en términos reales desde el segundo trimestre de 2014. Si bien esta característica se ha presentado en los países de la región que son exportadores de bienes básicos, este impacto ha sido especialmente fuerte en Colombia.

Para 2015 el déficit de cuenta corriente se situó en USD 18.925 millones, lo que representa una caída de USD 668 millones respecto al registrado un año atrás. Como porcentaje del PIB, el déficit se ubicó en 6,5% y aumentó en 1,3 pps frente al observado en 2014. Este comportamiento es explicado principalmente por los menores egresos netos del rubro de renta de los factores y por la reducción del déficit del componente de servicios. Por otra parte, las transferencias corrientes netas presentaron un desempeño positivo y en 2015 aumentaron en USD 713 millones frente al año anterior.

Para 2016, pronosticamos una leve mejora en el déficit de cuenta corriente, el cual se ubicaría en el escenario base en 6,3% del PIB - aproximadamente 16,7 millones de dólares - (Cuadro 4). Este déficit incorpora una caída en las importaciones de 12%, consistente con la depreciación del peso y con nuestra corrección a la baja en el crecimiento para el año en curso; y un aumento de las exportaciones no tradicionales de 4%, en línea con una mejora del crecimiento relevante de los socios comerciales de Colombia, particularmente en Estados Unidos y la Unión Europea. No obstante, cabe destacar que existen riesgos negativos relacionados con este tipo de ventas externas, dado que hasta ahora no han respondido a la mayor devaluación de la moneda y se han visto afectadas por la desaceleración económica de Venezuela y Ecuador. Para 2016 esta dinámica podría continuar y obstaculizar la recuperación en las cuentas externas.

Por otra parte, si bien en Fedesarrollo esperamos una leve mejora en el déficit de cuenta corriente, su nivel actual como porcentaje del PIB genera inquietudes sobre su

Cuadro 3
BALANCE DE RIESGOS SOBRE LA PROYECCIÓN BÁSICA DE CRECIMIENTO EN 2016

	Riesgos predominantes	Riesgos	
		Alza	Baja
Crecimiento mundial	↓	<ul style="list-style-type: none"> ○ Mayor crecimiento EE.UU 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Desaceleración China ○ Aumento en la aversión al riesgo mundial ○ Menor crecimiento en América Latina
Precios del petróleo	↓	<ul style="list-style-type: none"> ○ Cierre de proyectos de alto costo, lo que restringiría la producción ○ Posible acuerdo de la OPEP para recortar la producción 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Mayor contracción de la demanda (principalmente de China) ○ Niveles actuales de la producción de la OPEP ○ Entrada de Irán al mercado ○ Aumento inventarios EE.UU
Producción de petróleo en Colombia	↓	<ul style="list-style-type: none"> ○ Firma del acuerdo de paz 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Menor renovación de proyectos ○ Menor inversión
Proyectos 4G	↓		<ul style="list-style-type: none"> ○ Retraso en la ejecución de la primera ola ○ Retraso en trámites administrativos ○ Problemas con el cierre financiero de los proyectos
Exportaciones no tradicionales	↓	<ul style="list-style-type: none"> ○ Ganancia en competitividad por tipo de cambio depreciado 	<ul style="list-style-type: none"> ○ Aumento de costos de los insumos importados ○ Desaceleración económica principales socios comerciales
Intensificación del Fenómeno del Niño	↓		<ul style="list-style-type: none"> ○ Racionamientos de agua ○ Problemas con la generación de energía ○ Menor rendimiento de las cosechas ○ Menor área sembrada
Crecimiento del PIB		2,7%	2,2%

Fuente: Elaboración propia.

Cuadro 4
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS EN EL ESCENARIO BASE
(Miles de millones de dólares)

	2013	2014	2015	2016
Bienes	3,2	-4,6	-14,0	-11,6
Exportaciones	60,3	56,9	38,1	33,8
Importaciones	57,1	61,6	52,2	45,4
Servicios	-5,9	-6,7	-4,0	-3,6
Renta de factores	-14,2	-12,6	-6,0	-6,5
Transferencias	4,6	4,4	5,1	5,1
Cuenta corriente	-12,3	-19,6	-18,9	-16,7
% del PIB	-3,2	-5,2	-6,5	-6,3

Fuente: Modelo de Balanza de Pagos - Fedesarrollo.

financiamiento. En años anteriores, los flujos de IED y de portafolio financiaron este exceso de gasto, sin embargo, el nuevo panorama de incertidumbre global y de mayor percepción de riesgo hacia los países emergentes, hace difícil sustentar esta misma financiación. Para 2016, solamente por la venta de Isagén se obtuvieron recursos por 6,5 billones de pesos (aproximadamente 2.000 millones de dólares en IED). De igual manera, las dos Ofertas de Adquisición Inicial (OPA) que se llevarán a cabo en los próximos meses por el inversionista adjudicatario son una fuente potencial de flujos de capital en IED y de portafolio, según sea el acuerdo establecido con los accionistas minoritarios. Estos recursos no se verán en 2017 y por lo tanto, el faltante de financiamiento tendrá que ser cubierto por endeudamiento público y privado, el cual no puede crecer indefinidamente sin generar riesgos importantes.

Inflación y política monetaria

Desde febrero de 2015 la inflación se ha ubicado por encima del rango meta establecido por el Banco de la República (2% - 4%) y ha presentado una fuerte aceleración en los últimos meses. En febrero de 2016 la inflación anual se ubicó en 7,59%, su nivel más alto desde diciembre de 2008. El aumento significativo de la inflación en los últimos 12 meses obedece principalmente a mayores presiones inflacionarias en los alimentos, junto con un incremento de los precios de los bienes y servicios transables.

Desagregando la inflación por componentes, en febrero el rubro con el mayor crecimiento fue el de alimentos con una variación de 11,9%. La intensificación del fenómeno del Niño a finales del año generó una menor oferta y un desabastecimiento de algunos productos agrícolas del país. Por otra parte, la devaluación de la moneda ha generado presiones alcistas sobre el precio de los bienes y servicios transables, que en febrero aumentaron 7%. Adicional-

mente, en los últimos cinco meses se observó un fuerte incremento de la inflación de los productos regulados, situándose en 6,4% en el mes de febrero. Este aumento estuvo jalonado por los precios de la energía eléctrica y del gas, como resultado de la actual coyuntura climática y de la escasez del gas a raíz de una mayor utilización por parte de las termoeléctricas en la producción de energía. Finalmente, la inflación de los bienes no transables se desaceleró durante los últimos tres meses de 2015 al pasar de 4,34% en octubre a 4,21 en diciembre, pero recuperó la tendencia alcista en los dos primeros meses de 2016 y en febrero se ubicó en 4,86%. Como respuesta al aumento de la inflación observada y la esperada, entre octubre de 2015 y marzo de 2016 la Junta Directiva del Banco de la República ha incrementado la tasa de interés de intervención en 150 pbs, situándola en 6,5%.

A pesar de que los factores que presionaron al alza la inflación en 2015 - como el fenómeno del Niño y la depreciación de la tasa de cambio - deberían moderarse a partir de la segunda mitad del 2016, en el escenario base esperamos que el nivel de precios cierre el año en 5,5%, ubicándose por segundo año consecutivo por encima del rango meta de inflación. Los bienes transables y los alimentos jalonarían este resultado con inflaciones de 6,5% y 5,9%, respectivamente.

Por otra parte, la dinámica de la aceleración de la inflación en el primer semestre de 2016 y el compromiso de la Junta de llevar la inflación a su meta en el mediano plazo, harían que el Banco de la República endurezca su postura de política monetaria, llevando la tasa de intervención hasta 7,5% en los próximos meses (Cuadro 5).

Sector fiscal

Para 2016, Fedesarrollo espera que los ingresos del Gobierno Nacional Central (GNC) alcancen un nivel de

Cuadro 5
PROYECCIONES MONETARIO EN EL ESCENARIO BASE
 (%)

Sectores productivos	2014	2015	2016
Inflación	3,7	6,8	5,5
Inflación de alimentos	4,7	10,8	5,9
Inflación bienes transables	2,0	7,1	6,5
Inflación bienes no transables	3,4	4,2	3,5
Tasa repo cierre del año	4,5	5,75	7,50

Fuente: Modelo Monetario de Fedesarrollo.

14,9% del PIB, inferior al 15,1% estimado por el gobierno. Esta diferencia se debe a un aporte menos optimista de los ingresos tributarios; principalmente de los recursos provenientes del compromiso de gestión y anti-evasión por parte de la DIAN, que en nuestras proyecciones le asignan un máximo de 0,1% del PIB. A su vez, el gobierno redujo su estimación de renta petrolera para 2016 y ahora se estima en apenas 0,1% del PIB.

Por otro lado, esperamos que los gastos totales asciendan a 18,9% del PIB en 2016. Esta cifra es ligeramente más alta a la estimada por el gobierno debido a que nuestros estimativos de crecimiento del PIB son inferiores y a que suponemos pagos de intereses ligeramente más altos. En lo que se refiere al valor en pesos de los gastos de funcionamiento y de inversión, sin embargo, usamos los mismos estimativos oficiales. Los gastos de funcionamiento del GNC se elevan a 14,0% del PIB en 2016 por el aumento de la inflación y el ajuste salarial en rubros particularmente inflexibles, mientras que la inversión pública, cae de 2,7% del PIB en 2015 a 1,9% en 2016. Por su parte, el pago de los intereses de deuda representa 3% del PIB en 2016, un aumento de 0,4 pps frente a 2015 como resultado del efecto de la depreciación sobre el pago del servicio de deuda externa. Bajo este panorama, nuestros cálculos indican que el déficit total ascendería a 4% del PIB, considerablemente superior al proyectado

por el gobierno (3,6%).

En un escenario sin reforma tributaria, las finanzas públicas mostrarían un deterioro aún más pronunciado en el mediano plazo. Con los precios del petróleo previstos por Fedesarrollo, la renta petrolera no contribuiría con más de 0,3% del PIB en el periodo 2017-2020. A lo anterior se suma la expiración de la sobretasa temporal del CREE, el GMF y el impuesto a la riqueza en 2018, que provocaría una reducción de 1,7 punto del PIB en los ingresos tributarios no petroleros de 2020 frente al nivel de 2016. Por otra parte, los gastos del GNC aumentarían por el mayor pago de intereses de deuda, y llegarían a representar 3,6% de PIB en 2020. Esta situación hace que, en ausencia de un ajuste tributario, el déficit fiscal se ubique en 5,5% del PIB en dicho año (Cuadro 6).

La proyección de déficit en ausencia de una reforma tributaria es a todas luces insostenible. Sin ajuste tributario, los altos niveles de déficit conllevarían un fuerte aumento de la deuda bruta del GNC de 42,4% del PIB en 2015 hasta 52,0% del PIB en 2020. Por tal razón, en el Cuadro 7 construimos un escenario alternativo (Escenario 2) en el cual el gobierno impulsa una reforma tributaria “ligera” que reponga la caída en el recaudo tributario por la expiración de los impuestos mencionados en el párrafo precedente y mantenga durante los cuatro años venideros los ingresos tributarios no petroleros como porcentaje del PIB que se esperan para 2016; esto es, ingresos del orden de 13,9% del PIB.

En el Escenario 2, se observa un menor pago de intereses frente al escenario sin reforma tributaria, consistente con un déficit que si bien supera el 4,7% del PIB en 2017, iría reduciéndose posteriormente a niveles cercanos al 3,6% del PIB en 2020. Sin embargo, en este escenario, a pesar de la reducción que evidencia el déficit a financiar

con respecto al escenario sin ninguna reforma tributaria, la deuda bruta del GNC seguiría aumentando considerablemente (Gráfico 1).

De esta manera, resulta evidente que la reposición del recaudo de los impuestos temporales sería insuficiente

para estabilizar el comportamiento de la deuda pública. Por ello, es necesaria una reforma tributaria estructural de alcance mayor (Escenario 3) que logre la convergencia del déficit fiscal total hacia los niveles que exige la Regla Fiscal en 2020 (1,4% del PIB). Como se puede observar en el Cuadro 7, para lograr esta meta es necesario que el

Cuadro 6
BALANCE FISCAL DEL GNC EN UN ESCENARIO SIN REFORMA TRIBUTARIA
(% del PIB)

	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ingresos totales	16,7	16,1	14,9	14,2	14,0	13,3	13,2
Renta petrolera	2,6	1,2	0,1	0,0	0,1	0,2	0,3
Tributarios no petroleros	13,1	13,8	13,9	13,6	13,3	12,4	12,3
Otros ingresos*	0,9	1,2	0,8	0,6	0,6	0,7	0,6
Gastos totales	19,1	19,1	18,9	19,2	18,9	18,6	18,7
Inversión	3,0	2,7	1,9	1,8	1,8	1,9	1,9
Intereses	2,2	2,6	3,0	3,1	3,3	3,4	3,6
Funcionamiento	13,9	13,8	14,0	14,3	13,8	13,3	13,3
Déficit total	2,4	3,0	4,0	5,0	4,9	5,3	5,5
Déficit estructural Regla Fiscal	2,3	2,2	2,1	2,0	1,9	1,6	1,4
Déficit primario	0,2	0,4	1,0	1,9	1,6	1,9	2,0

* Incluye recursos de capital, fondos especiales y otros ingresos no tributarios.

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

Cuadro 7
BALANCE FISCAL DEL GNC BAJO ESCENARIOS DE FEDESARROLLO
(% del PIB)

		2016	2017	2018	2019	2020
Escenario 1:						
Sin reforma tributaria	Déficit total	4,0	5,0	4,9	5,3	5,5
Escenario 2:						
Reforma de reposición de ingresos	Ingresos adicionales frente al escenario sin reforma*	0,0	0,3	0,5	1,5	1,7
	Menor pago de intereses (por menor endeudamiento) frente al escenario sin reforma	0,0	0,0	0,0	0,1	0,2
	Déficit total	4,0	4,7	4,3	3,7	3,6
Escenario 3:						
Reforma tributaria estructural	Ajuste adicional en ingresos tributarios y/o gastos frente al Escenario 2	0,0	1,4	1,5	1,4	1,9
	Menor pago de intereses frente al Escenario 2	0,0	0,0	0,1	0,2	0,3
	Déficit total**	4,0	3,3	2,7	2,0	1,4

* Calculado para mantener ingresos tributarios no petroleros en 13,9% del PIB hasta 2020.

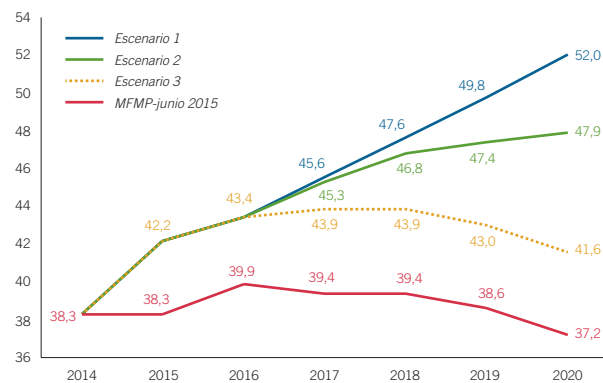
** Calculado como aquel requerido para ajustarse a la meta de déficit estructural de la Regla Fiscal.

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

gobierno realice ajustes adicionales del orden de 1,4% del PIB entre 2016 y 2019, además de las reducciones que surgen de evitar la caída en el recaudo de los impuestos temporales (Escenario 2). Estas reducciones en el déficit tendrán que venir tanto por el lado de los gastos como el

de los ingresos, específicamente aquellos provenientes de la tributación a sectores no petroleros. Así, en el Escenario 3 la deuda bruta del GNC se estabiliza y por consiguiente, se reduce el pago de intereses respecto al escenario de reforma “ligera”.

Gráfico 1
DEUDA BRUTA DEL GNC SEGÚN MFMP Y ESCENARIO DE FEDESARROLLO (% del PIB)



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

Actividad productiva

En 2015, la economía colombiana creció un 3,1%, 1,3 puntos porcentuales por debajo del crecimiento de 2014. Los sectores que impulsaron dicha expansión fueron principalmente los servicios financieros (4,3%), el comercio (4,1%) y la construcción (3,9%). Por otro lado, los sectores con el peor desempeño fueron la minería (0,6%) y la industria (1,2%).

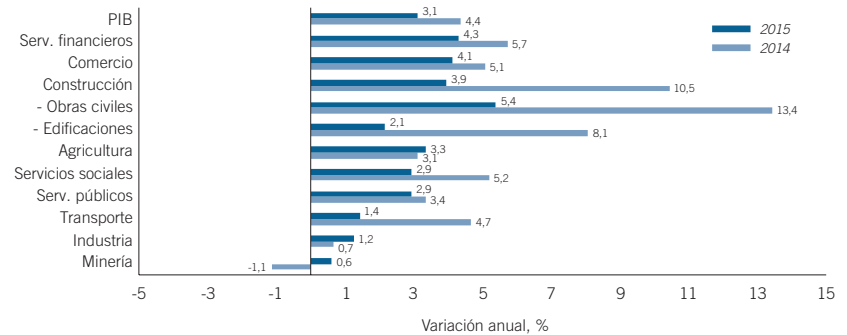
Los establecimientos financieros crecieron un 4,3% como resultado de una expansión de los servicios de intermediación financiera (9,7%) y de los servicios inmobiliarios (3,1%). Por su parte, el crecimiento del sector de comercio, reparación, restaurantes y hoteles se explica por el dinamismo de los subsectores de hotelería (5,5%) y comercio (3,4%).

Por el lado de la demanda, el consumo jalonó el crecimiento de la economía en 2015 con una expansión de 3,9% respecto al año anterior. Por su parte, la inversión total se desaceleró fuertemente, explicado por el detrimento anual de 1,8% en la inversión en maquinaria y equipo.

A pesar de la depreciación del peso, las importaciones tuvieron un desempeño sorprendentemente positivo, con un crecimiento de 3,9% en términos reales, pese a la fuerte reducción que tuvo su valor en dólares. Por otro lado, las exportaciones totales cayeron en términos reales en 0,7%.

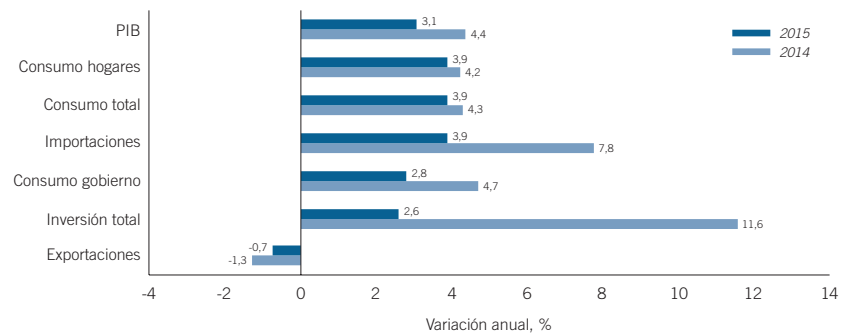
El Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) registró una variación anual de 3,7% en diciembre, mostrando una aceleración frente al comportamiento de los últimos meses. Dicho crecimiento se ubicó 0,7 pps por encima del reportado en el mismo mes del año anterior.

Gráfico 1. Crecimiento del PIB por sectores de actividad productiva



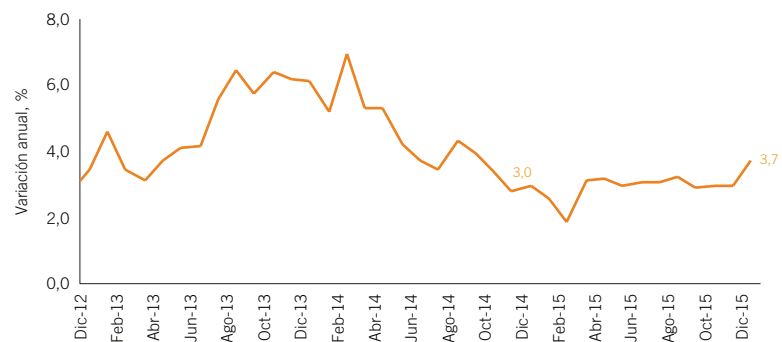
Fuente: DANE.

Gráfico 2. Crecimiento del PIB por el lado de la demanda



Fuente: DANE.

Gráfico 3. Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE)



* Serie desestacionalizada.

Fuente: DANE.

* La elaboración de esta sección contó con la asistencia de Diego Auvert, Juan Andrés Páez y Natalia Navarrete.

En enero, el Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café registró una variación real de 8,2%, manteniendo la tendencia positiva observada desde agosto de 2015. Esta es la variación más alta desde marzo de 2014.

Sin tener en cuenta la refinación de petróleo, la industria creció 4,3%. Los sectores que más contribuyeron de forma positiva a este resultado fueron: la elaboración de bebidas (1,8 pps), la fabricación de productos minerales no metálicos (0,7 pps) y la fabricación de vehículos automotores (0,5 pps). Por otro lado, los que restaron con mayor fuerza a la variación total fueron: las industrias básicas de hierro y acero (-0,3 pps) y la fabricación de productos textiles (-0.1 pps).

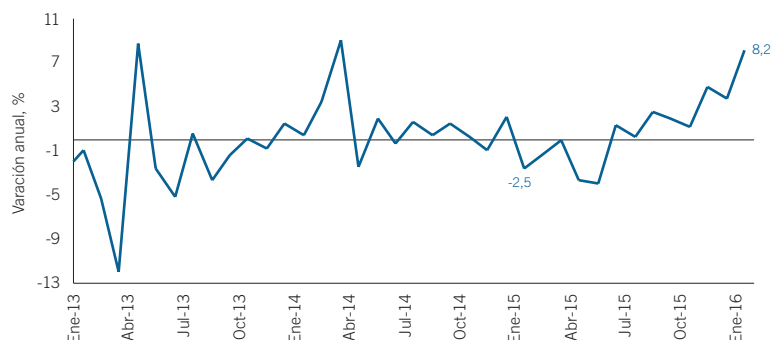
El Índice de Confianza del Consumidor (ICC) registró un balance de -21,0% en febrero, similar a los muy bajos niveles observados en el mes anterior y mostrando una caída de 35,0 pps frente al mismo mes de 2014.

La caída del ICC respecto a febrero de 2014 se debe a una contracción de 29,0 y de 43,9 pps en los componentes de expectativas y de condiciones económicas actuales, respectivamente. Frente a enero de 2015, el componente de expectativas mostró una leve mejoría, que fue contrarrestada casi en su totalidad por la caída en el componente de condiciones económicas actuales.

En enero, las ventas del comercio minorista sin combustibles tuvieron una variación anual de 3,4%, 3,9 pps por debajo del valor observado en el mismo mes de 2015. Por su parte, las ventas excluyendo combustibles y vehículos registraron una expansión de 5,5%, lo que representa una desaceleración de 4,6 pps respecto a enero del año anterior.

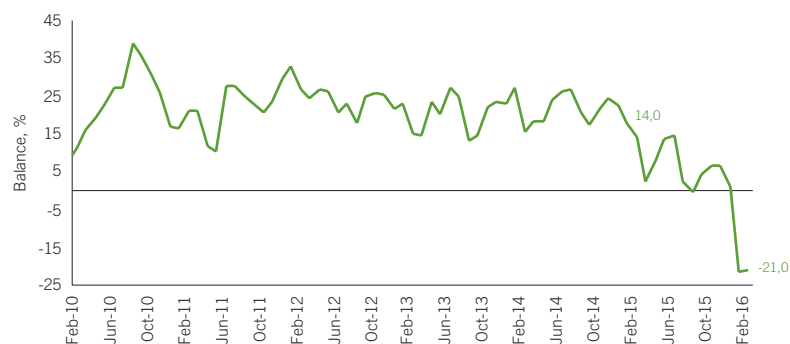
Desagregando por ciudades, el aumento de las ventas reales del comercio al por menor estuvo liderado por Cali (7,5%) y Medellín (3,3%). Por el contrario, en las ciudades de Bogotá y Bucaramanga las ventas se contrajeron en 1,1% y 8,2%, respectivamente.

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



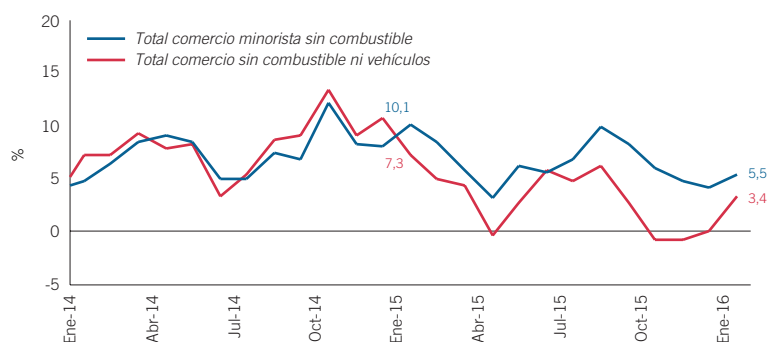
Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 5. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



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

Gráfico 6. Ventas comercio al por menor

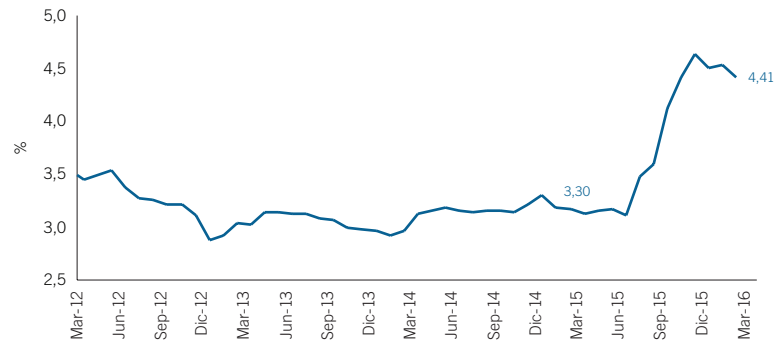


Fuente: DANE.

Sector financiero y variables monetarias

Gráfico 7. Expectativas de inflación*

Las expectativas de inflación de los analistas encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses mostraron una leve reducción en el mes de marzo, ubicándose en 4,41%. Pese a lo anterior, todavía se ubican por encima del límite superior de la meta del Banco de la República.

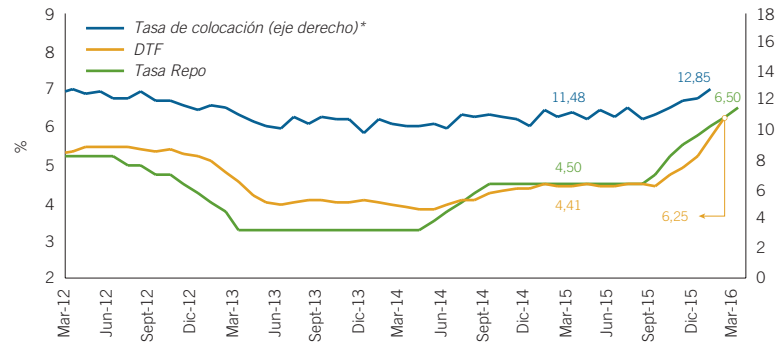


*12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

Gráfico 8. Tasas de interés

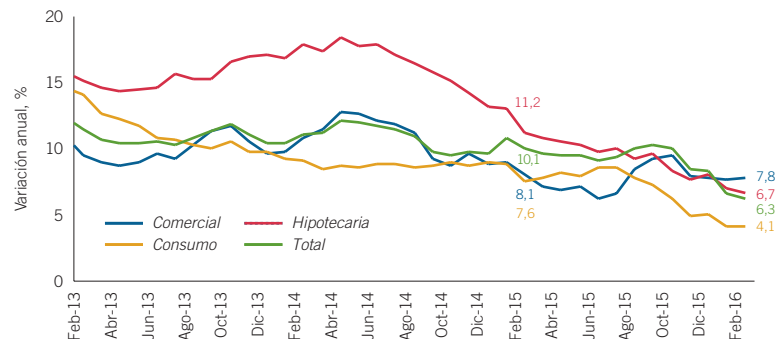
Durante su reunión del 18 de marzo la Junta Directiva del Banco de la República decidió aumentar la tasa repo en 25 puntos básicos (pbs), llevándola hasta 6,50%. Este resultado estuvo en línea con las expectativas de los analistas y administradores de portafolio encuestados en la edición de marzo de la Encuesta de Opinión Financiera (EOF) de Fedesarrollo y la BVC.



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

Gráfico 9. Cartera real por tipo de crédito

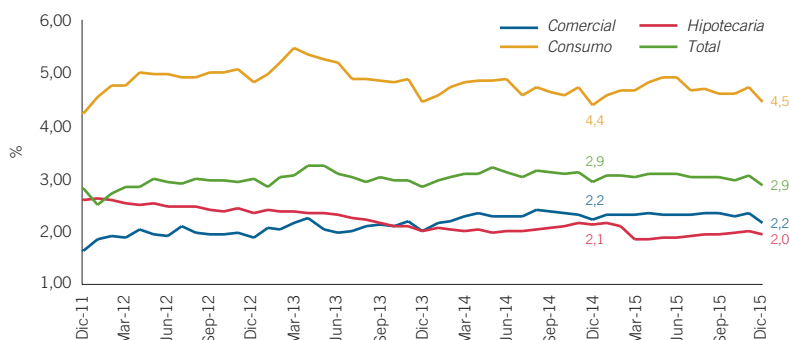
Durante febrero, la cartera total evidenció un crecimiento real anual de 6,3 %, 3,8 pps menos que la tasa observada durante el mismo mes de 2015. Esta disminución se explica principalmente por la desaceleración en el crecimiento real de la cartera de consumo e hipotecaria en los últimos 12 meses.



Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

En diciembre el indicador de calidad de la cartera de crédito presentó una leve disminución (mejoría) respecto a noviembre ubicándose en 2,9%, la misma cifra que presentó en el último mes del 2014. Al desagregar por modalidad de crédito, en todas las modalidades se observan niveles similares a los de hace 12 meses.

|| Gráfico 10. Evolución de la cartera de crédito vencida por tipo de crédito*



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

El índice de capitalización COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia cerró el pasado 15 de marzo en 1.285,3, con una valorización de 11,4% desde enero.

La recuperación que ha presentado el Índice desde inicios del año obedece principalmente al aumento de los precios de las acciones de commodities, en especial Ecopetrol y Pacific Rubiales, en línea con el aumento del precio del petróleo en las últimas semanas.

|| Gráfico 11. Índice COLCAP

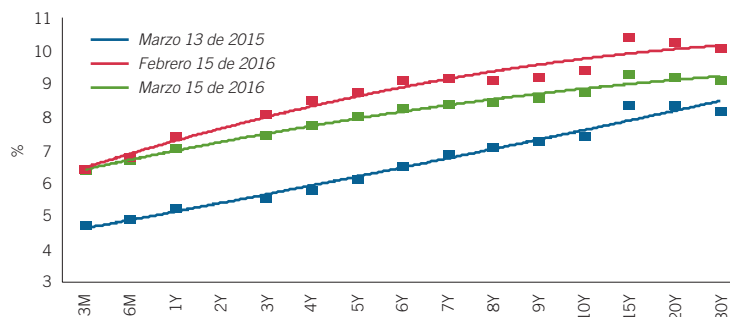


Fuente: Bloomberg.

Al cierre del 15 de marzo, la tasa de los TES 2024 se ubicó en 8,29%, 62 pbs por debajo del nivel observado el mes anterior, pero 125 pbs por encima de la tasa a la que se negociaron un año atrás.

Frente a los niveles observados hace un mes, las tasas de la parte corta, media y larga de la curva han caído 11, 72 y 95 pbs en promedio respectivamente. Lo anterior es el resultado de una estabilización de las expectativas de inflación, junto con una menor percepción en el riesgo país debido a una menor aversión al riesgo a nivel internacional y a la recuperación de los precios del petróleo desde mediados de febrero.

|| Gráfico 12. Curva de rendimientos TES para Colombia



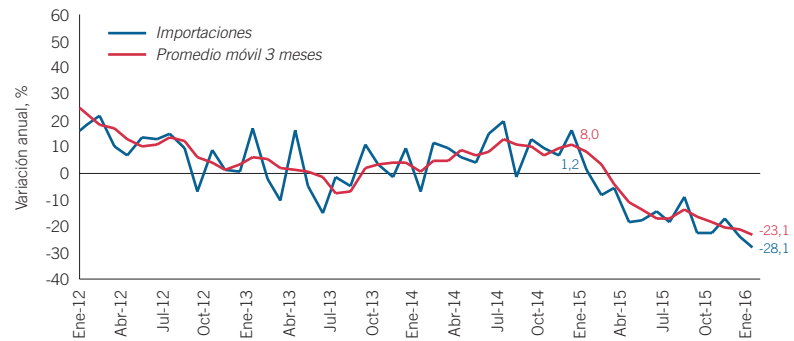
Fuente: Bloomberg.

Sector externo

Gráfico 13. Importaciones (Valor FOB)

En el primer mes del año, las importaciones en dólares FOB disminuyeron un 28,1% respecto a lo observado en enero de 2015. Este resultado obedece principalmente a una variación negativa de -29,1% en el grupo de manufacturas, las cuales representan más del 75% del valor total de las importaciones.

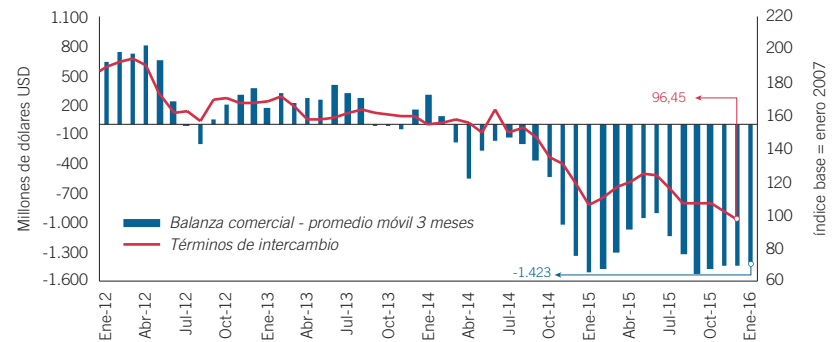
En el promedio móvil de noviembre-enero las importaciones presentaron una caída de 23,1% respecto al mismo trimestre del año pasado.



Fuente: DANE.

Gráfico 14. Evolución de la Balanza Comercial

En el trimestre móvil noviembre-enero el déficit comercial fue de USD 1.423,3 millones FOB, con una disminución de 90,3 millones respecto a la cifra de los mismos meses un año atrás. Este resultado es menor al observado en los meses anteriores gracias a la menor caída que registraron las exportaciones y al mayor detrimento de las importaciones en enero.



Fuente: Banco de la República.

Gráfico 15. Comportamiento del tipo de cambio

Durante el último mes la tasa de cambio mostró una ligera apreciación ubicándose el pasado 15 de marzo en \$3.175,8 pesos por dólar. La tendencia a la baja se explica por el incremento en el precio del petróleo en ese periodo.

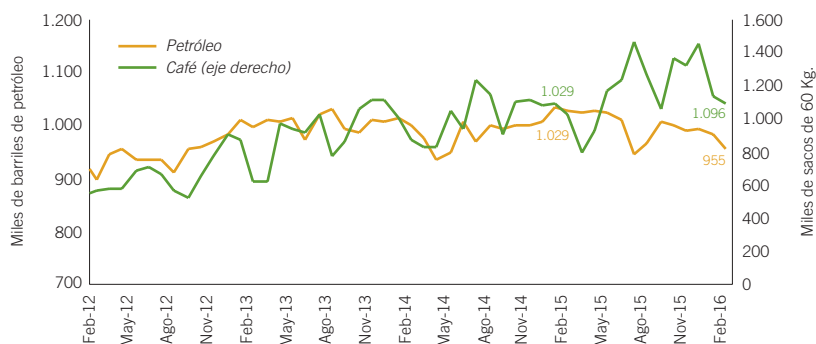


Fuente: Banco de la República.

En febrero de 2016, la producción de café aumentó 6,5% con respecto al mismo mes de 2015, alcanzando así una producción de 1 millón 96 mil sacos de 60 kg.

La producción petrolera alcanzó un promedio de 955 mil barriles diarios en febrero, con una variación anual negativa de 7,2%. La menor producción se explica principalmente por algunos fallos de la Corte Constitucional que suspendieron las operaciones en los campos Quifa y Ocelote-Guarrojo, los cuales producen alrededor de 30 mil barriles diarios.

Gráfico 16. Producción de café y petróleo

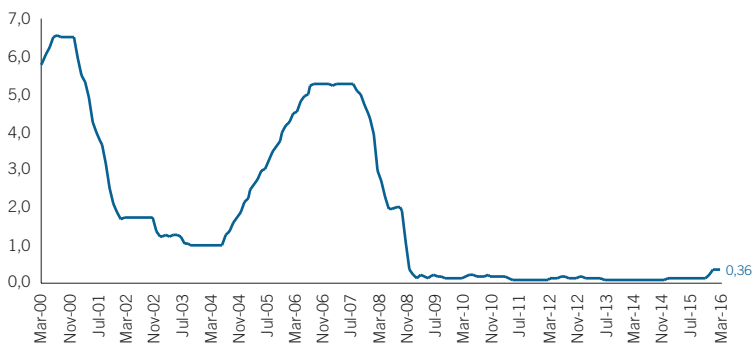


Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos y Federación Nacional de Cafeteros.

En su reunión del 16 de marzo, el Comité de Política Monetaria de la Reserva Federal dejó inalterada su tasa de interés en el rango 0,25%-0,50%. Con esto, la tasa de interés efectiva promedio observada hasta marzo se mantiene alrededor de 0,3% y 0,4%.

En la reciente discusión del Fed, se conocieron sus proyecciones macroeconómicas actualizadas. La estimación de inflación para cierre de 2016 se ajustó a la baja, desde 1,6% hasta 1,2%. Su proyección de crecimiento económico para 2016 también se redujo en 0,2 pps y se ubica en 2,2%.

Gráfico 17. Tasa de interés efectiva de la Reserva Federal de Estados Unidos*



* Promedio mensual. La cifra de marzo corresponde a la tasa promedio hasta el 15 de marzo.
Fuente: Federal Reserve Economic Data (FRED).

CALENDARIO ECONÓMICO Abril 2016

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
				1 Tasa de desempleo Estados Unidos Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE)
4 Balanza Comercial de China Índice de Precios del Productor (IPP)	5 Exportaciones Índice de Precios al Consumidor (IPC)	6	7	8
11	12	13 Ventas al por menor de Estados Unidos	14 Encuesta Mensual Manufacturera Encuesta Mensual de Comercio al por Menor Encuesta de Opinión del Consumidor de Fedesarrollo (EOC)	15 Estadísticas de Concreto
18	19	20 Inventario de crudo de Estados Unidos	21 Importaciones	22
25 Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo (EOE) Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo (EOF)	26	27	28	29 Reunión Junta Directiva del Banco de la República Indicadores de Mercado Laboral Estadísticas de Cemento Gris

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

Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2016

Incluye:

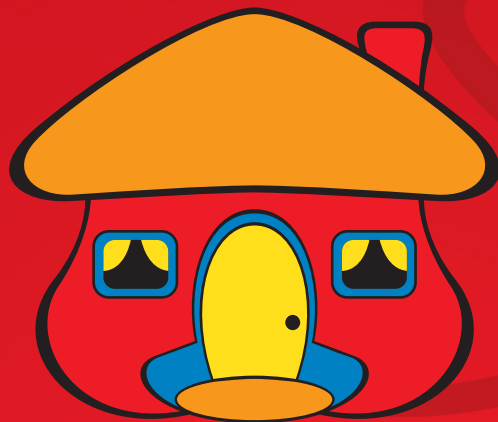
- Cuatro ediciones al año
- Servicio de Acompañamiento Macroeconómico
- Envío mensual de la Encuesta de Opinión Financiera
- Envío mensual de los Boletines de Encuesta de Opinión al Consumidor y Encuesta de Opinión Empresarial
- Envío virtual de la publicación mensual Tendencia Económica
- Envío de Informes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

Oficina Comercial

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 340

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

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia



DAVIVIENDA

APOYAMOS
EL CRECIMIENTO
DEL PAÍS
