

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

142

Abril 2014



Editorial: Un aporte de Fedesarrollo a los debates presidenciales

Actualidad: Evolución y perspectivas de los precios de la vivienda en Colombia: retornando a los fundamentales

Coyuntura Macroeconómica

TENDENCIA ECONÓMICA

EDITORES

Leonardo Villar
Director Ejecutivo

Jonathan Malagón
Director 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 Un aporte de Fedesarrollo a los debates presidenciales
- 2** ACTUALIDAD
Pág. 8 Evolución y perspectivas de los precios de la vivienda en Colombia: retornando a los fundamentales
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA
Pág. 16

Tendencia Económica se hace posible gracias al apoyo de:



Un aporte de Fedesarrollo a los debates presidenciales*

Desde su fundación hace más de cuarenta años, Fedesarrollo ha tenido como su principal misión el examen riguroso de la realidad socioeconómica del país, con el propósito de brindar diagnósticos y recomendaciones que permitan la mejor toma de decisiones. En el marco de la actual campaña por la Presidencia de la República, Fedesarrollo presenta al país cinco investigaciones que esperamos sean un valioso insumo en la elaboración del Plan de Desarrollo 2014-2018 ya que abarcan varias de las temáticas en las que se concentran los principales desafíos de nuestro país en un futuro cercano. Los tópicos que se desarrollan en dichas investigaciones son i) política de atención a la primera infancia; ii) Propuestas para el mejoramiento de la calidad de la educación básica; iii) Innovación y emprendimiento empresarial; iv) agricultura y desarrollo rural, y v) perspectivas fiscales para el cuatrienio. Se trata en todos los casos de documentos de trabajo enfocados a recomendaciones de política y escritos en un formato corto y muy ágil por investigadores ampliamente reconocidos¹. Todos los documentos están publicados en las más recientes ediciones de la serie Cuadernos Fedesarrollo (números 48 al 52) y pueden ser consultados en nuestra página web.

Aparte de incrementar el repositorio de conocimientos sobre estos temas, con dichas investigaciones también se pretende contribuir al debate en la actual contienda electoral, dando elementos de juicio tanto al elector como a las campañas políticas y planteando disyuntivas a través de las cuales es posible entender de mejor manera la diferencia entre los distintos candidatos frente a algunos temas capitales de la política pública nacional. Con este propósito, el pasado 28 de abril se realizó en Medellín -en asocio con Proantioquia y con el diario Portafolio- una discusión con los candidatos a la Vicepresidencia de la República sobre los temas de innovación, educación básica y primera infancia. Así mismo, el 16 de mayo se realizó en Bogotá un segundo debate, esta vez con los candidatos a la Presidencia de la República, en relación a los temas fiscales y de política agraria.

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

¹ Para la financiación de los dos primeros, Fedesarrollo recibió el apoyo de la Fundación Éxito y la Fundación Compartir, respectivamente. Los otros tres fueron financiados con recursos del Fondo Germán Botero de los Ríos que hace parte del patrimonio de Fedesarrollo.

El trabajo de **Diagnóstico y Recomendaciones para la Atención de Calidad a la Primera Infancia** fue elaborado con el apoyo financiero de la Fundación Éxito y bajo el liderazgo intelectual de Raquel Bernal, Directora del Centro de Estudios sobre Desarrollo Económico de la Universidad de los Andes y quien el año pasado recibió el Premio Juan Luis Londoño de la Cuesta que se otorga a personas menores de 40 años, precisamente por sus contribuciones a la investigación y a las políticas públicas en el campo de la primera infancia. La importancia de la atención de calidad a la primera infancia se fundamenta en el hecho que el primer lustro de vida es un periodo clave en el desarrollo cerebral. De esta forma, dependiendo de las condiciones en que se gesteste este proceso biológico será mejor o peor la adopción de habilidades cognitivas y sociales y la capacidad de respuesta inmunológica de los miembros de una sociedad. Por lo anterior, resulta preocupante que de los 3,2 millones de niños menores de 5 años que hay en Colombia, alrededor del 75% esté en condiciones de vulnerabilidad socioeconómica. El apoyo integral a la primera infancia no solo tiene un enorme potencial de generar altos retornos sociales sino que constituye un elemento fundamental en el proceso de búsqueda de condiciones apropiadas para mejorar la distribución del ingreso entre los colombianos.

La propuesta para mejorar el entorno de los infantes se centra principalmente en una estrategia de intervención integral en tres etapas cronológicas: durante la gestación, del nacimiento hasta el tercer año y de entonces hasta los 5 años. En la primera se propone la atención médica, actividades de estimulación y la enseñanza de las mejores prácticas parentales a las mujeres gestantes. La segunda etapa debe estar compuesta por atenciones domiciliarias y el acceso a centros comunitarios y al esquema de vacunación. Finalmente, entre los tres y cinco años se les debería brindar a las madres educación en crianza y a los niños cobertura completa en educación inicial y visitas médicas de seguimiento.

Las propuestas plantadas por Raquel Bernal están claramente costeadas y construyen sobre lo que ya se está haciendo con el programa De Cero a Siempre. En esencia, se propone llevar el gasto de su nivel actual, que representa un 0,3% del PIB, hasta un 0,7% del PIB para otorgar cobertura completa de atención a los niños vulnerables. Ese nivel de gasto nos ubicaría cerca de lo que tienen actualmente Chile y Ecuador y todavía muy por debajo, incluso en términos de porcentaje del PIB, de lo que tienen en países como Dinamarca, Suecia y Noruega, donde le dedican cerca del 2% del PIB.

Muy complementario con el trabajo de Raquel Bernal, el documento de **Propuestas para el Mejoramiento de la calidad de la Educación Preescolar, Básica y Media** fue elaborado con apoyo de la Fundación Compartir por dos profesoras de la Universidad de los Andes, Sandra García y Catherine Rodríguez, y un profesor de la Universidad del Rosario, Darío Maldonado. En este documento se construye sobre otro recientemente publicado también con el apoyo de la Fundación Compartir: “Tras la Excelencia Docente”, y se recogen buena parte de sus recomendaciones sobre la política hacia los docentes, pero se mira el tema con una perspectiva aún más amplia, que permite obtener recomendaciones de gran importancia en varios frentes de la política para mejorar la calidad de la educación en Colombia, incluyendo aspectos institucionales y la extensión gradual de la jornada, con el ajuste que ello requiere en infraestructura escolar.

En la última década y media se han materializado importantes avances en la cobertura de la educación preescolar, básica y media. Sin embargo, los progresos en términos de calidad educativa han sido precarios. En efecto, las tasas de cobertura bruta están llegando a niveles casi universales (aunque aún queda trayecto por recorrer en términos de cobertura neta, especialmente a nivel preescolar y medio), pero los resultados en las pruebas PISA y Saber demuestran que los estudiantes no están

adquiriendo las herramientas básicas y necesarias que les permitan integrarse de manera exitosa a las cadenas productivas de un mundo cada vez más globalizado. Aún más importante, los bajos niveles de calidad no se distribuyen de manera homogénea por los distintos grupos poblacionales, concentrándose en los territorios y estratos de mayor vulnerabilidad económica y social, lo cual configura un caldo de cultivo para la desigualdad.

Las propuestas en este frente también son concretas y sus costos fiscales están debidamente cuantificados, implicando en promedio un aumento en el presupuesto destinado al sector del orden de 0,3% del PIB anual.

Los avances en capital humano asociados con la atención a la primera infancia y con la calidad de la educación serán fundamentales para avanzar en el frente de la **Innovación y emprendimiento en Colombia**, al cual está dedicado el documento elaborado por Hernando José Gómez y Daniel Mitchel. De los países de ingreso medio alto, Colombia es uno de los que menos inversiones realizan en innovación, ciencia y tecnología. En el ámbito regional, la inversión colombiana en estos rubros tan solo configura un 25% del gasto promedio de la zona, siendo seis veces inferior a la que realiza Brasil. Como consecuencia de esta baja apuesta por la innovación, los representantes del ecosistema empresarial colombiano exhiben serias dificultades para competir en los mercados internacionales, al tiempo que no alcanzan los estándares de calidad y de valor agregado para ofertar al mundo bienes y servicios de mayor sofisticación.

Con el propósito de transitar con éxito hacia una economía diversificada y competitiva, los autores de este documento proponen un arsenal de medidas que conforman una política integral, dentro de la cual se destacan: i) la consolidación de Bancóldex como banco de desarrollo y de Colciencias como impulsor de la investigación y el desarrollo científico; ii) la simplificación de los procesos

de obtención de beneficios tributarios por inversiones en ciencia, tecnología e innovación; y iii) la promoción de una mayor participación de las ciencias puras y las ingenierías en la oferta de educación superior; entre otras.

El cuarto documento elaborado para los debates presidenciales se refiere a las **Políticas para el Desarrollo de la Agricultura Colombiana** y fue elaborado por Roberto Junguito, Juan José Perfetti y Alejandro Becerra. Como es bien sabido, los territorios rurales en Colombia están inmersos en una paradoja: la riqueza de su biodiversidad, fundamentada en la gran fertilidad de las tierras y la abundancia de recursos hídricos, contrasta con una actividad agrícola de subsistencia, donde se cultiva tan solo una cuarta parte de los terrenos que se podrían sembrar. El estancamiento y la consecuente pérdida de participación de la agricultura en la economía colombiana se compara de manera desfavorable con el dinamismo que registra este sector en países como Chile, Perú, Brasil y Argentina, en donde las inversiones públicas y privadas están expandiendo las fronteras agrícolas.

Los principales factores que permiten explicar la precariedad de la actividad agrícola colombiana son: una política comercial errónea, una excesiva concentración de la tierra, bajos niveles de investigación y un gasto público modesto e ineficiente. Como solución, los autores de este documento resaltan la importancia de avanzar en políticas encaminadas a: i) el fortalecimiento del proceso de internacionalización de la agricultura, enfocando los esfuerzos en la promoción de los productos exportables no tradicionales; ii) la introducción de modificaciones al impuesto predial, fijando tarifas progresivas según el tamaño de los predios y el nivel de subutilización de los mismos; iii) la mayor realización de investigación aplicada, expandiendo los avances ya realizados por la Corporación Colombiana de Investigación Agropecuaria (Corpoica) en la mejora de los sembrados de palma, caña panelera, yuca, maíz y algodón; y iv) la sustitución de subsidios directos a

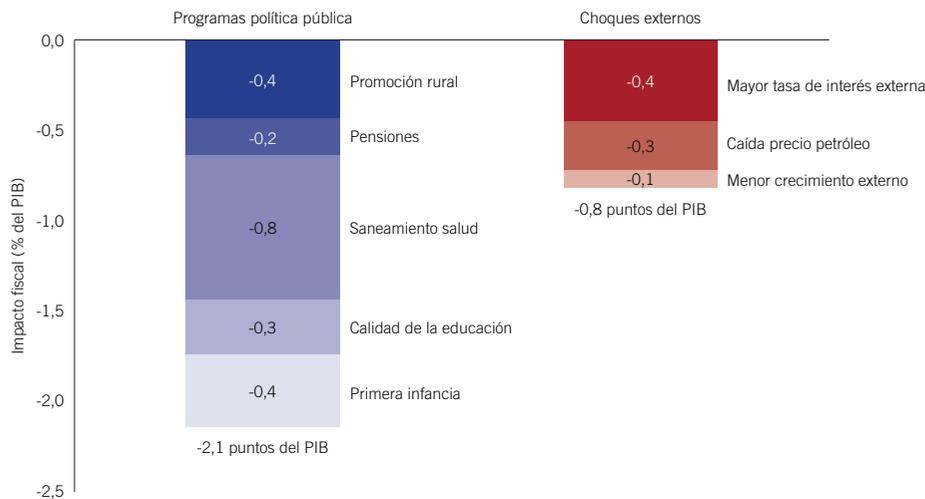
los productores por la provisión de bienes públicos como asistencia técnica, riego, créditos blandos a pequeños productores y la mejora de vías secundarias y terciarias, ante la evidencia que carreteras que abaratan costos de transporte generan mayores beneficios que transferencias directas que perpetúan las ineficiencias productivas.

En la agenda de políticas públicas para el próximo cuatrienio se encuentran, al menos, cinco programas imposterables: promoción rural, reforma pensional, mejora del sistema de salud, política integral de primera infancia y el avance en la calidad de la educación. Ahora bien, la ejecución de estos programas de política pública no ha estado contemplada en las proyecciones previas de gastos fiscales. Por otra parte, a partir de la sanción de la Ley de la Regla Fiscal en 2011, la posibilidad estatal de financiar gastos en forma deficitaria, mediante endeudamiento o venta de activos, quedó limitada en forma importante. En esta regla se establecieron metas puntuales de déficit fiscal estructural para el Gobierno Nacional Central, de

tal manera que los planes de gasto de cualquier gobierno deberán financiarse con ingresos corrientes, esto es, fundamentalmente con tributación o con utilidades de las empresas públicas. En este contexto, la realización de programas de política pública como los mencionados y el cumplimiento simultáneo de la regla fiscal son propósitos que van a estar supeditados a la realización de una reforma tributaria que aumente los ingresos anuales de la nacional en al menos 2,1 puntos del PIB, los cuales se deberían incrementar en 0,8 puntos porcentuales (pps) adicionales ante un eventual escenario externo desfavorable (Gráfico 1). Estas cifras, además, podrían volverse aún más grandes en la eventualidad de mayores compromisos para el desarrollo rural en el contexto de un acuerdo de paz.

Ante la necesidad improrrogable de incrementar los recursos para el gobierno en al menos 2 pps del PIB, Steiner y Medellín plantean los elementos centrales de lo que pudiera ser una reforma tributaria de carácter estructural, en la cual debería avanzarse hacia las mejores

Gráfico 1
IMPACTO FISCAL ANUAL DE LAS DECISIONES DE POLÍTICA PÚBLICA INTERNA Y DE LOS CHOQUES EXTERNOS



Fuente: Villar y Forero, 2014. Escenarios alternativos y necesidades de recursos para el cuatrienio en Perspectivas Fiscales 2014-2018. Cuadernos de Fedesarrollo No. 52.

prácticas internacionales en el propósito de construir un sistema más equitativo, eficiente y menos distorsivo. Con la anterior filosofía en mente, los autores proponen que la próxima reforma desarrolle modificaciones al IVA y a los impuestos a las personas naturales, que incrementen el recaudo tributario en 0,95 pps y 1,05 pps, respectivamente. A su vez, plantean transformaciones en los impuestos a las empresas, los cuales no impactarían el recaudo pero propenderían hacia la mejora del sistema tributario. En cuanto al IVA, la esencia de la propuesta contempla gravar todos los bienes y servicios a una tarifa unificada del 17% o alternativamente mantener la estructura actual de tarifas diferenciales pero aumentar la tarifa general del 16% al 18%. Por su parte, para la tributación de personas naturales se plantea gravar los ingresos no constitutivos de renta, llevándolos gradualmente hasta la tarifa progresiva correspondiente a cada nivel de ingreso. Esto incluye gravar las pensiones altas (manteniendo la exención para los aportes obligatorios para pensión) y gravar los dividendos que reparten las empresas, permitiendo descontar los impuestos sobre las utilidades que ellas hayan pagado previamente. En cuanto a los gravámenes a las empresas se propone el desmonte de los impuestos de renta, CREE

y parafiscales, y la creación de un impuesto de 21% sobre las utilidades contables, lo cual se estima que no generaría impacto neto sobre el recaudo. Finalmente, se propone mantener el impuesto al patrimonio pero haciéndolo más progresivo al excluir a las empresas y cobrarlo exclusivamente a personas naturales sin que puedan deducir el valor de las acciones.



Colombia está sujeta a una serie de desafíos que de no superarse pondrían freno a la expansión en su potencial de crecimiento económico y a la capacidad de distribuir de manera apropiada los beneficios de ese crecimiento. Entre los retos más notorios se encuentran dinamizar la actividad agrícola, robustecer el ecosistema de los emprendimientos, mejorar la calidad de la educación básica, fortalecer e incrementar la atención a la primera infancia y garantizar el cumplimiento de la regla fiscal. Para lograr estas metas, el próximo gobierno deberá desplegar un arsenal de políticas públicas, donde la claridad técnica sobre sus focos y el equilibrio entre sus costos y fuentes de financiamiento es primordial.

Evolución y perspectivas de los precios de la vivienda en Colombia: retornando a los fundamentales*

En general, un incremento fundamentado en los precios de la vivienda resulta favorable para la economía, dado que genera un efecto riqueza positivo para los hogares que termina por traducirse en un mayor consumo y dinamismo económico (Case *et al.*, 2005). Sin embargo, cuando el auge en los precios de la vivienda es exacerbado de manera especulativa por una infundada expectativa de valorización, se producen ciclos expansivos en los que los incrementos en los precios superan los de la tendencia de largo plazo, conduciendo a la formación de burbujas hipotecarias que, tarde o temprano, implican una brusca e inevitable corrección a la baja la cual puede acarrear fuertes repercusiones económicas (Stiglitz, 1990; Roberts, 2008).

Por un lado, la súbita desvalorización de la vivienda induce a una repentina desaceleración del sector de la construcción, lo que impacta negativamente el crecimiento económico y la generación de empleo (Ramachandra *et al.*, 2013). Por otra parte, la disminución en los precios deteriora el balance de los hogares, limitando el crecimiento de la demanda interna (Case *et al.*, 2005). En caso de que el auge del mercado de finca raíz esté apalancado en una expansión desmedida de la cartera de crédito hipotecaria, los efectos anteriormente mencionados se amplifican, pues la menor riqueza relativa de los hogares lleva a un incremento en la proporción de impago de los deudores. Lo anterior afecta la solvencia de los establecimientos financieros, comprometiendo la estabilidad del sistema y la capacidad de fondeo de toda la economía. Por lo general, la espiral de desapalancamiento puede terminar en una crisis bancaria (Crowe *et al.*, 2011)¹.

Ese fue el caso de Colombia a finales de la década de los 90, donde el excesivo dinamismo de la cartera de crédito multiplicó el efecto de la crisis. Como consecuencia,

* La elaboración de este artículo contó con la asistencia de Juan Sebastián Betancur.

¹ En efecto, Case *et al.* (2005) estima que una disminución de 1% en el precio real de la vivienda contrae el consumo en 0,13%, mientras que Crowe *et al.* (2011) encuentra que en 22 de 23 países en donde se presentaron auges inmobiliarios acompañados de un alto dinamismo de la cartera de crédito se produjeron crisis financieras durante el periodo 2000-2010.

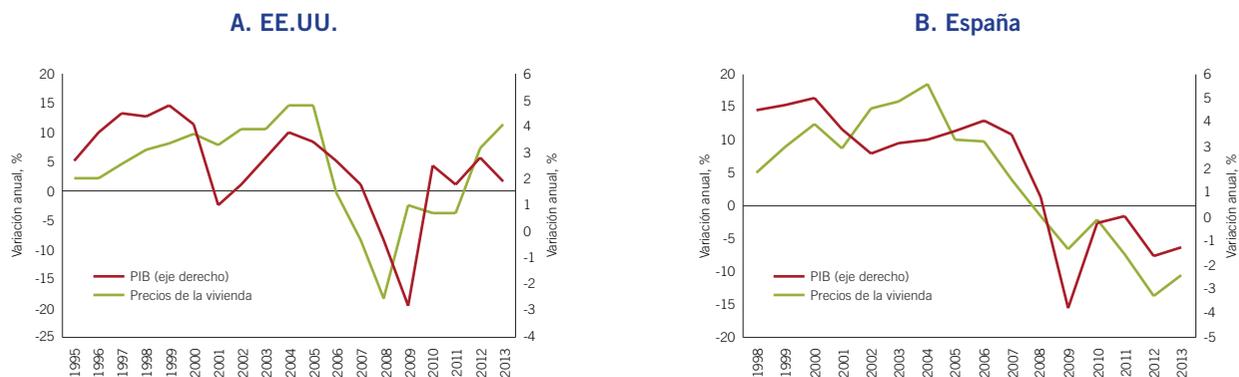
se produjo un desplome en los precios de la vivienda que se prolongó hasta 2003 y un estancamiento en los niveles de cartera hipotecaria en relación al PIB que se extendería por muchos más años. Más recientemente resaltan los casos de la crisis hipotecaria subprime en EE.UU y el declive evidenciado en el mercado de finca raíz en España, donde el auge de la construcción y la mezcla entre el desmedido optimismo del sector financiero, el uso de complejos instrumentos para diseminar el riesgo a lo largo del sistema, las amplias condiciones de liquidez y la ausencia de medidas regulatorias cautelares, conllevaron a la formación y posterior explosión de burbujas en el precio de dichos activos a mediados de la década pasada, lo que generó fuertes repercusiones sobre sus economías (Gráfico 1A y 1B)².

Durante los últimos diez años, el sostenido incremento en el precio de la vivienda en Colombia ha sido un motivo

recurrente de debate en torno a la posibilidad de que se esté formando una burbuja como la descrita anteriormente. Muestra de ello es que a mediados del año pasado el ganador del Premio Nobel de Economía, Robert Schiller³, señaló que la evolución del índice de precios de vivienda usada ha seguido una tendencia similar a la que tuvo lugar en el periodo pre-crisis en EE.UU y advirtió que, dadas las amplias condiciones de liquidez tanto en el contexto internacional como doméstico que prevalecían en ese entonces, dicho proceso podría acentuarse.

En este contexto, el presente artículo explora la evolución que ha seguido el precio de la vivienda en Colombia, sus principales causas y las perspectivas para el futuro cercano, con el objetivo de esclarecer si las fuentes que explican su crecimiento se mantendrán o si por el contrario se dispararán causando una corrección en los próximos años.

Gráfico 1
ACTIVIDAD ECONÓMICA Y PRECIOS DE LA VIVIENDA EN EE.UU Y ESPAÑA



Fuente: Instituto Nacional de Estadística de España, S&P/Case-Schiller, Eurostat y U.S. Bureau. of Economic Analysis.

² Alan Greenspan, presidente de la FED durante el periodo 1987-2006, afirmó "...nosotros hemos encontrado a través de los años en los mercados que los instrumentos derivados han sido un extraordinario y útil vehículo para transferir riesgos desde aquellos que no desean estos riesgos, a quienes están dispuestos y son capaces de asumirlos... Nosotros pensamos que sería equivocado regular en profundidad estos contratos".

³ Robert J. Schiller es un reconocido profesor de la Universidad de Yale que ha dedicado gran parte de su carrera a investigar la dinámica de los precios de los activos, incluida la vivienda.

1. Evolución de los precios de la vivienda en Colombia

Durante la última década, el precio de la vivienda en Colombia ha evidenciado un crecimiento sostenido que lo ha ubicado en sus máximos históricos en la actualidad. En efecto, tras un incremento real de más de 90% en el periodo 2004-2013⁴, el índice de precios de vivienda usada (IPVU) se situó en niveles incluso superiores a los expuestos a mediados de la década de los 90, (Gráfico 2A). Lo anterior, sumado a la regulación del canon de arrendamiento en 2003⁵, en el que se determinó que el incremento anual de este rubro no podría exceder al aumento inflacionario del año inmediatamente anterior, ha inducido a que el rendimiento del mercado de finca raíz, entendido como la relación entre el valor promedio del arrendamiento y el precio de las residencias, se reduzca significativamente en los últimos dos lustros (Gráfico 2B).

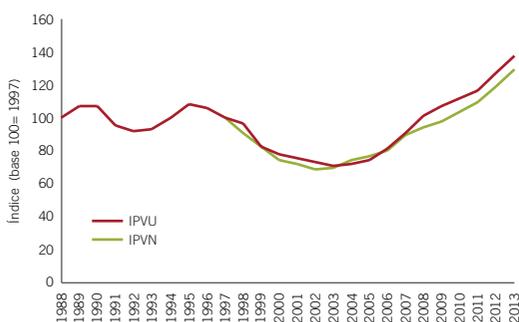
El análisis por segmentos de mercado revela que, por un lado, aunque el fenómeno de aumento en los

precios ha tenido lugar en algunos de los principales centros urbanos como Bogotá, este no es exclusivo de las grandes metrópolis y, por otro, que la valorización de apartamentos ha sido significativamente mayor que la de las casas, lo que posiblemente puede estar relacionado a problemas de seguridad urbana (Gráficos 3a y 3b). De hecho, dentro de las ciudades que mayor incremento exhiben en el índice de precios de vivienda nueva, cuyo comportamiento se asemeja bastante al índice correspondiente a la vivienda usada, se resaltan Bucaramanga y Barranquilla, con tasas de crecimiento promedio superiores al 6,5% anual en los últimos cinco años. En contraste, ciudades de mayor tamaño como Medellín y Cali han registrado incrementos inferiores al promedio nacional en el mismo periodo (Gráfico 3). En el caso de Bucaramanga y Bogotá, Fedelonjas (2013) ha argumentado que la escasez de espacios urbanizables⁶ y el alto influjo migratorio han sido factores definitivos, lo que coincide con el acelerado proceso de densificación vertical en estas y otras capitales del país.

Gráfico 2

ÍNDICES DE PRECIOS DE LA VIVIENDA Y RELACIÓN ENTRE ARRENDAMIENTO Y PRECIO DE LA VIVIENDA

A. Índice de precio de la vivienda usada y nueva



B. Relación arrendamiento/precio

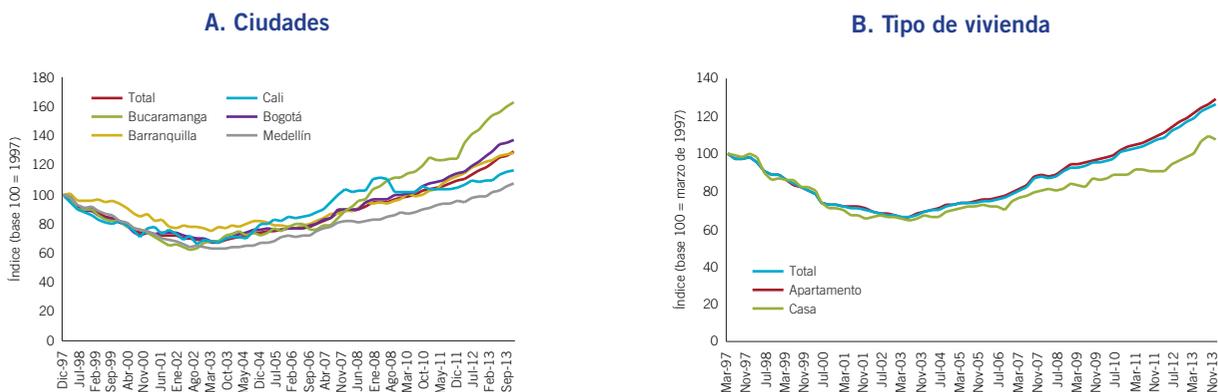


Fuente: DANE, Banco de la República y Salazar *et al.* (2012).

⁴ Consistente con un crecimiento anual compuesto de 7,4%.

⁵ La regulación del canon de arrendamiento está definida por medio de la Ley 820 de 2003.

Gráfico 3
PRECIOS REALES DE LA VIVIENDA NUEVA POR SEGMENTOS DE MERCADO



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

2. ¿A qué responde el aumento de precios de la vivienda en Colombia?

Tal y como se mencionó en la sección introductoria, el análisis del comportamiento de los precios de la vivienda debe partirse en dos. Por un lado, es importante dilucidar cuáles son los fundamentales que dan cuenta de la tendencia de largo plazo y, por otro, cuáles las razones que explican su ubicación en el ciclo. La relevancia de dicha distinción es que evita confusiones, pues aísla el hecho de que, en condiciones normales, los precios de los activos tienden a aumentar conforme los países se desarrollan y, en ese sentido, permite identificar con mayor certeza la existencia de desequilibrios que eventualmente puedan verse reflejados en la formación de burbujas inmobiliarias en el país.

Dentro de los factores de largo plazo, existen al menos dos elementos a tener en cuenta en el caso colombiano. El

primero tiene que ver con que, por lo general, en países en vía de desarrollo como Colombia, el aumento en el ingreso promedio está acompañado de mayores tasas de urbanización, el fortalecimiento de la clase media y, por tanto, de presiones de demanda por vivienda, lo que, sumado a la alta inelasticidad de la oferta de suelo apto para construcción (Salazar *et al.*, 2012), termina por impulsar el alza en los precios. En efecto, Angulo *et al.* (2012) estima que en tan solo una década la población de estratos intermedios se ha duplicado, aspecto que ha motivado el incremento en la proporción de hogares propietarios de bienes de finca raíz desde 42% en 2000 hasta 56% doce años más tarde (Clavijo *et al.*, 2004; y Universidad del Rosario, 2012). En segunda instancia, no debe olvidarse que, además de que la crisis hipotecaria originada a mediados de los 90 trajo consigo una desvalorización de altas proporciones en el mercado inmobiliario, sus efectos tuvieron una larga duración, con lo cual es apenas natural que el proceso de recuperación haya permanecido durante buena parte

⁶ Por ejemplo, en Bogotá, de las 33 mil hectáreas de suelo urbanizable tan solo restan 500 disponibles. Además, las restricciones de oferta en Bogotá se han acentuado recientemente con la incertidumbre jurídica en torno a las modificaciones del Plan de Ordenamiento Territorial (POT), dado que el decreto 364 expedido en agosto de 2013 establece excesivos requerimientos para los constructores, lo cual ha restringido la oferta de proyectos y, por tanto, ha ejercido mayores presiones inflacionarias sobre la vivienda (ANIF, 2013).

del periodo de expansión que acá se analiza. Lo anterior encuentra respuesta en que, por una parte, el periodo de pérdida de valor de la vivienda se mantuvo durante ocho años consecutivos y, por otra, la contracción acumulada en los precios fue de 40%, cifra incluso superior a la presentada en EE.UU. (33%) y España (35%).

Ahora bien, no cabe duda que el auge del mercado de vivienda se ha visto exacerbado por fuentes transitorias tanto externas como internas, las cuales han ampliado la disponibilidad de recursos para inversión, aspecto que, dada la mezcla entre el todavía estrecho espectro de alternativas para rentabilizar dicho capital y el proceso de apreciación cambiario, se ha visto reflejado en una mayor valorización de estos activos. Para empezar, las amplias condiciones internacionales de liquidez caracterizadas por bajas tasas de interés en EE.UU. y Europa de 2009 en adelante, favorecieron el encarecimiento de activos como la vivienda en los países emergentes (Gráfico 4A). Adicionalmente, el auge en el precio de los commodities a partir de 2002 significó un fuerte incremento en los ingre-

sos extraordinarios -entendidos como la diferencia entre el ingreso real de 2012 y el ingreso real medido a partir de los términos de intercambio de diez años atrás- de los países productores de materias primas como Colombia (Gráfico 4B), provocando un alto flujo de divisas que al ponerse en circulación en la economía sirvieron de mecanismo de financiación de inversiones tanto en el mercado de finca raíz como en la bolsa de valores. Finalmente, los elementos anteriormente mencionados se magnificaron desde el tercer trimestre de 2012, producto de la implementación de una política monetaria expansiva liderada por el Banco de la República, en la que la tasa de referencia del mercado (la tasa Repo) fue reducida desde 5% en agosto de ese año hasta 3,25% en marzo de 2013, nivel en el cual se mantuvo invariante hasta abril del presente año.

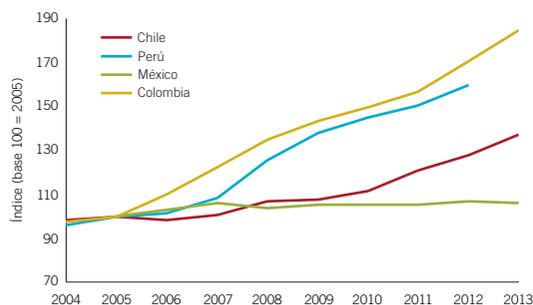
3. Perspectiva de los precios de la vivienda en Colombia

El encarecimiento de la vivienda en Colombia ha respondido a factores tanto transitorios como permanentes, por lo que es de presumir que los precios se corregirán hasta

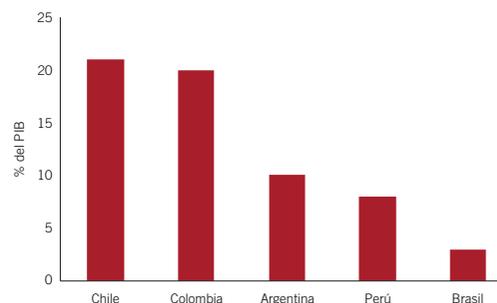
Gráfico 4

PRECIOS DE LA VIVIENDA E INGRESOS EXTRAORDINARIOS EN PAÍSES LATINOAMERICANOS EMERGENTES

A. Precios reales de la vivienda



B. Ingresos anuales extraordinarios entre 2002-2012*



* Los ingresos extraordinarios en este caso corresponden a una estimación realizada por el Fondo Monetario Internacional en la que se establece la diferencia entre el ingreso real (interno bruto) de 2012 y el ingreso real de ese año medido a partir de los términos de intercambio del año 2002. Para mayores detalles ver el trabajo "Four decades of terms-of-trade booms: Saving-investment patterns and a new metric of income windfall" realizado por Gustavo Adler y Nicolas Magud (2013).

Fuente: Banco de la República de Colombia, Cámara Chile de la Construcción, CAPECO, BCRP, BBVA Research, Sociedad Hipotecaria Federal, Banco de México y Fondo Monetario Internacional (2013).

niveles consistentes con sus fundamentales. En este sentido, ANIF (2014) ha argumentado que durante el periodo 2005-2013 la inflación inmobiliaria superó con creces el crecimiento en el ingreso de los hogares⁷, fenómeno que resulta insostenible hacia el futuro. Más aún, parece ser que el proceso de corrección a la baja empezará pronto, toda vez que las fuentes amplificadoras del ciclo han comenzado a revertirse, por lo que es de esperar que las presiones de sobredemanda tiendan a moderarse en los próximos años.

En primer lugar, los inversionistas del mercado de finca raíz contarán con menores excesos de liquidez, por cuanto las tasas de interés domésticas e internacionales han comenzado a incrementarse. Por un lado desde diciembre de 2013 el Federal Reserve System (FED) inició el desmonte gradual de su paquete de estímulos monetarios, reduciendo sus compras de bonos del Tesoro y títulos hipotecarios de largo plazo desde USD85 mil millones hasta USD45 mil millones en abril del año en curso. Por otro lado, tras la reunión del 28 de abril el Banco de la República tomó la determinación de aumentar su tasa de intervención en 25 puntos básicos (pbs) hasta 3,5%, como consecuencia de la recuperación de la economía y las previsiones de un repunte mayor a lo esperado de la inflación. Lo anterior significa el comienzo de un camino hacia una política monetaria neutral, en la que la tasa de interés de referencia posiblemente cerrará el 2014 en niveles que oscilan entre 4-4,5%. Asimismo, pese a la incertidumbre, no resulta descabellado un escenario en el que la desaceleración económica en China derive en un deterioro de los términos de intercambio en los próximos años, mitigando el boom minero-energético y reduciendo así los ingresos extraordinarios provenientes del mismo, con lo cual se restringiría aún más la disponibilidad de recursos para inversión en el país (Uribe, 2013).

Sin embargo, lo anterior no quiere decir, como se ha sugerido en ocasiones, que exista un alto riesgo de que en Colombia vaya a estallar una burbuja hipotecaria, ni mucho menos que episodios como el de la crisis pasada estén cerca de repetirse. Por el contrario, lo que prevemos es un sano retorno a la tendencia de largo plazo, cuyo sustento deriva en que, a diferencia de lo evidenciado en las recientes crisis hipotecarias -tanto internas como externas-, los niveles de apalancamiento en Colombia, además de ser relativamente bajos, dan cuenta de un entorno estable (Gráficos 5A y 5B). Por una parte, la cartera de vivienda representa menos del 4,1% del PIB, cifra que representa menos de la mitad de su nivel previo a la crisis de 1999 y significativamente menor al promedio expuesto por los países desarrollados (alrededor del 50%) o a los datos de países de la región como Panamá y Chile (superior al 20% en ambos casos). Por otra parte, en la actualidad, menos de una tercera parte de los compradores de vivienda se financia con crédito y, quienes lo hacen, cubren menos del 60% de su obligación por medio de préstamos bancarios. Lo anterior es de vital importancia, toda vez que evita que se active el peligroso mecanismo de reproducción de las crisis inmobiliarias del pasado, en donde la corrección de los precios a la baja inducida por el comportamiento natural de los ciclos económicos se hace más pronunciada, debido a que cuando dicha caída incide en la estabilidad del sistema financiero, surgen restricciones de fondeo en toda la economía que impactan en mayor medida la dinámica de la demanda interna y, en consecuencia, derivan en un desplome de grandes proporciones en el valor de la vivienda.



En síntesis, el agotamiento de las fuentes transitorias generadoras del auge en el precio de la vivienda repercutirá

⁷ Mientras que el índice de precios de vivienda usada ha crecido a una tasa anual promedio de 7,4% entre 2005-2013, el crecimiento del ingreso disponible se ha expandido a un ritmo de 4,5% (ANIF, 2014).

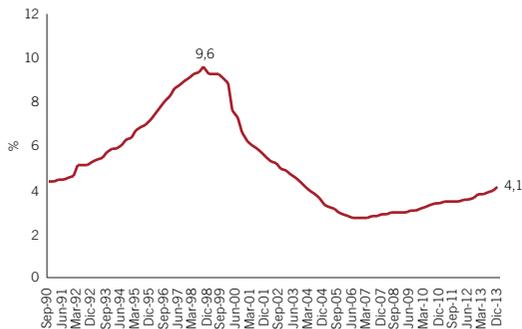
en una moderación de la demanda, que probablemente va a generar una corrección en los precios de la misma en el futuro cercano. Sin embargo, los bajos niveles de apalancamiento en el mercado de vivienda hacen muy lejana la preocupación en torno a la posibilidad de que se

reproduzca una nueva crisis hipotecaria en el país. Por lo anterior, es de esperar que la sana reducción en los precios de la vivienda encuentre piso en niveles congruentes con las buenas perspectivas que existen sobre el crecimiento de largo plazo de la economía.

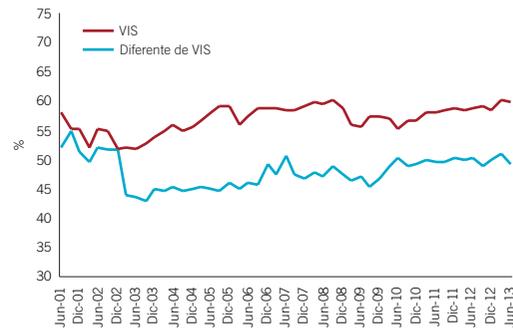
Gráfico 5

RELACIÓN ENTRE LA CARTERA DE VIVIENDA Y EL PIB Y GRADO DE APALANCAMIENTO DE LOS HOGARES

A. Relación entre la cartera de vivienda y el PIB



B. Grado de apalancamiento (desembolsos / garantías)



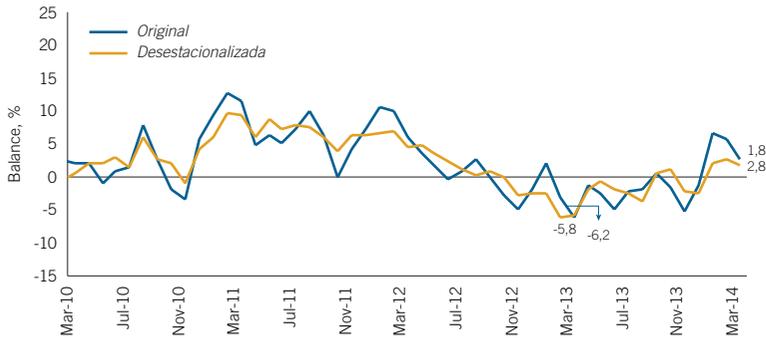
Fuente: Banco de la República, DANE y DNP.

Referencias

- Adler, G. y Magud, N. (2013). “Four decades of terms-of-trade booms: Saving-investment patterns and a new metric of income windfall”. *Working Paper*. Fondo Monetario Internacional.
- ANIF (2014). “¿Burbuja hipotecaria en Colombia? Evaluación de sus indicadores de largo plazo (2011-2014). *Carta Financiera No 165*.
- ANIF (2013). “La redensificación de Bogotá y la MEPOT”. *Comentario económico del día*.
- Cámara Colombiana de la Construcción (2014). “Heterogeneidad inter e intra regional de los precios de la vivienda nueva: Evolución reciente y tendencias de largo plazo”. *Informe Económico*.
- Crowe, C., Dell’Ariccia, G., Igan, D. y Rabanal, P. (2011) “How to deal with real estate booms: lessons from country experiences”, *IMF Working Paper No. 11/91*.
- Clavijo, S. Janna, M. & Muñoz, S. (2004). “La vivienda en Colombia: sus determinantes socio-económicos y financieros”. Banco de la República.
- El Tiempo (2013). “El reto de comprar vivienda en Colombia”. *Sección de Economía y Negocios*. Consultado el 9 de mayo de 2014. Disponible en: <http://www.eltiempo.com/archivo/documento/CMS-13222594>.
- Ramachandra, T., Olabode, J. & Rotimi, B. (2013). “Direction of the relationship between construction and national economy of Sri Lanka”. *Journal of Construction in Developing Countries*.
- Roberts, L. (2008). “The great housing bubble”. *Monetary Cypress*.
- Salazar, N., Steiner, R., Becerra, A. & Ramírez, J. (2012). “¿Qué tan desalineados están los precios de la vivienda en Colombia?”. *Fedesarrollo*.
- Schiller, R., Case, K. & Quigley, J.M. (2005). “Comparing wealth effects: The stock market versus the housing market”. *Advances in macroeconomics. Volúmen 5*.
- Stiglitz, J.E. (1990). “Symposium of bubbles”. *Journal of economic perspectives*.
- Universidad del Rosario (2012). “Política de vivienda: alcances y perspectivas”. *Facultad de economía de la Universidad del Rosario*.
- Uribe, J.D. (2013). “Desempeño reciente y retos de la economía colombiana”. *Presentación a la Cámara Farmacéutica*.

Actividad productiva

Gráfico 1. Índice de Confianza Industrial (ICI)

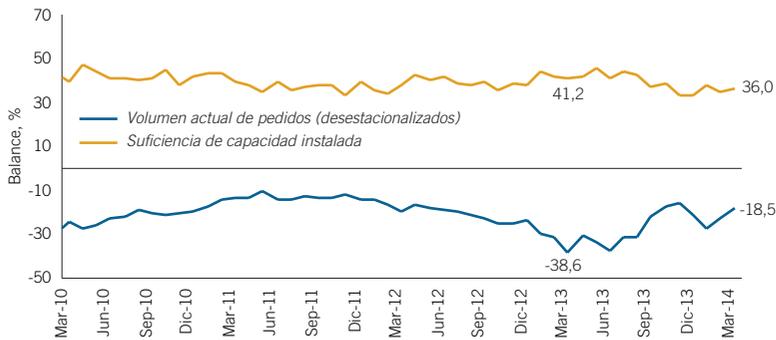


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Pese a una ligera corrección a la baja en el mes de marzo, en el primer trimestre de 2014 la confianza de los industriales (ICI) continúa registrando balances muy superiores a los de cualquier mes del año 2013.

La corrección a la baja del ICI en marzo (ajustada por factores estacionales) se explica por un aumento en existencias y una ligera caída en las expectativas de corto plazo. En contraste, el nivel actual de pedidos tuvo un importante repunte.

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



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

La suficiencia de capacidad instalada permanece en niveles bajos respecto a los observados en gran parte del año 2013, lo cual es un indicador favorable para la industria.

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



Fuente: DANE.

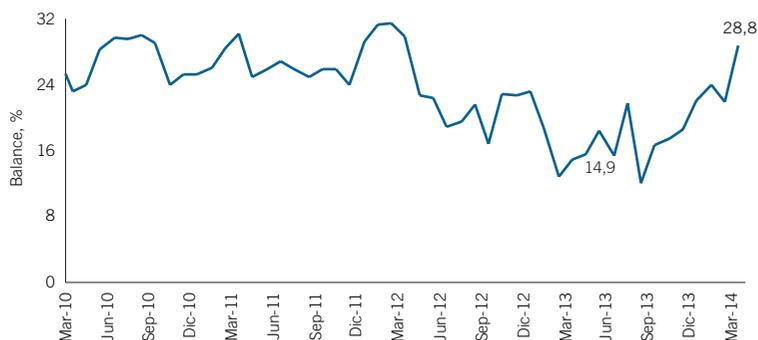
El Índice de Producción Industrial (IPI) aumentó un 2,8% en febrero de 2014.

El repunte del IPI estuvo ligado a un aumento de la producción en 26 de los 44 subsectores industriales que lo conforman.

En marzo de 2014, el índice de confianza de los empresarios del sector comercio (ICCO) avanzó ampliamente, afianzando la robusta recuperación que exhibe desde hace más de seis meses. En efecto, actualmente el ICCO se ubica en un nivel similar al que se registraba finalizando 2011, cuando se contaba con un notable crecimiento económico.

En la última medición, el ICCO exhibe un avance en sus tres componentes, entre los cuales resulta particularmente importante la mejora interanual en el balance de la situación económica actual de la empresa.

Gráfico 4. Índice de Confianza Comercial (ICCO)

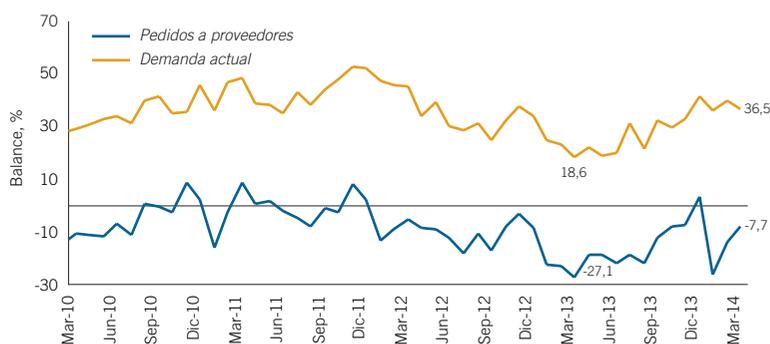


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

El indicador de percepción sobre la demanda actual en el sector comercio de la EOE permanece en valores muy superiores a los que se observaban un año atrás.

En marzo, la percepción de pedidos a los proveedores por parte de los empresarios del sector comercio incorporó una significativa aceleración, que va en línea con la tendencia al alza del índice de Confianza Comercial (ICCO).

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

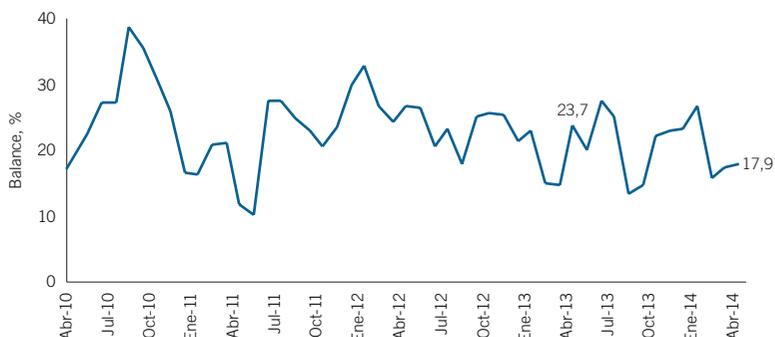


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En abril, el índice de Confianza del Consumidor (ICC) se situó en niveles similares a los exhibidos en marzo del presente año e inferiores a los registrados un año atrás, aspecto que fue generalizado en las principales ciudades del país.

La caída interanual del ICC estuvo caracterizada por una significativa reducción en el componente de expectativas económicas, que contrastó con el repunte -en menores proporciones- de la percepción sobre las condiciones económicas actuales de los consumidores.

Gráfico 6. Índice de Confianza del Consumidor (ICC)



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

Gráfico 7. Despacho de Cemento Gris

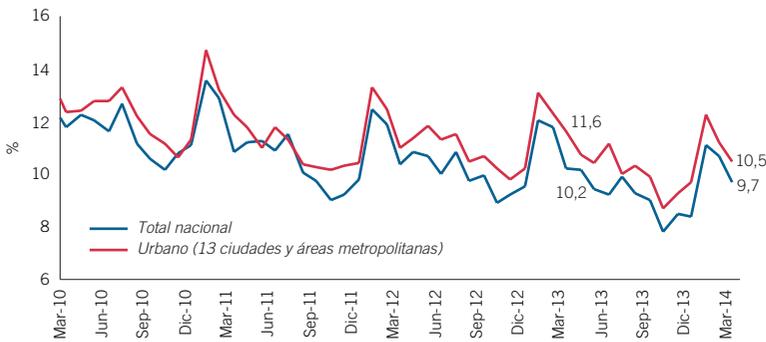


* Promedio móvil tres meses.
Fuente: DANE.

El crecimiento anual del despacho de cemento exhibe un importante fortalecimiento en marzo de 2014. El reciente avance es de tal magnitud que permitió consolidar la recuperación de este indicador frente a lo observado en la primera mitad de 2013.

En marzo de 2014, el incremento en los despachos de cemento fue relativamente homogéneo a nivel nacional ya que 16 de los 21 departamentos analizados muestran incrementos.

Gráfico 8. Tasa de desempleo

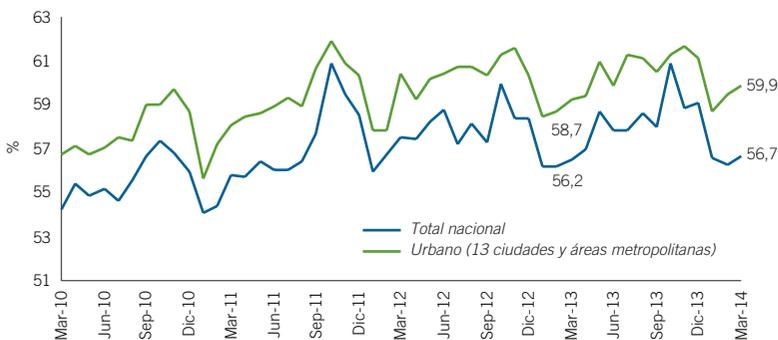


Fuente: DANE.

En marzo de 2014 se registró la tasa de desempleo nacional (9,7%) más baja para dicho mes desde comienzos de este siglo. De esta forma, se completaron dieciséis reducciones interanuales consecutivas (variaciones entre 0,1 y 1,2 pps) en este mes del año.

Así mismo, la tasa de desempleo urbana en el mes de marzo sigue bajando de forma acelerada. Por ciudades, dos representantes de la Costa Caribe (Barranquilla y Cartagena) y Bucaramanga ostentan los mejores resultados.

Gráfico 9. Tasa de ocupación



Fuente: DANE.

La tasa de ocupación nacional en el tercer mes de 2014 (56,7%) se muestra como la más alta de los últimos 14 años para el mes de marzo. En efecto, en este mes la creación de empleos fue casi tres veces superior a la que se registró en el mismo período del año anterior.

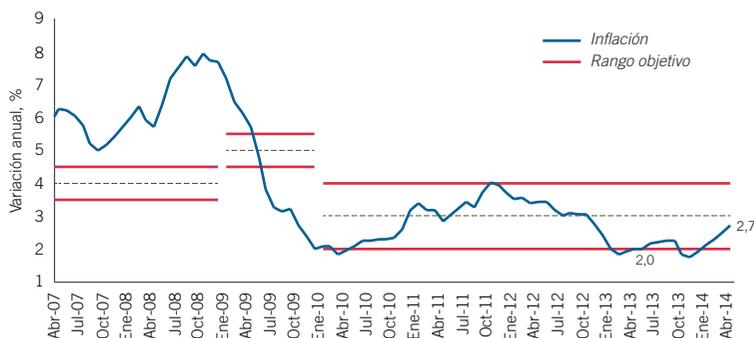
En marzo de 2014, el sector en que se observa el mayor avance en la creación de empleos es el de la construcción, con un aumento de 10,1%. De la misma forma, el crecimiento de los ocupados se concentra en el rango de empleo asalariado, el cual creció casi seis veces más que el empleo independiente en el primer trimestre del año.

Sector financiero y variables monetarias

Gráfico 10. Inflación y rango objetivo del Banco de la República

En abril se completaron cinco meses consecutivos de crecimiento de la inflación, ubicándose en 2,72%. El comportamiento de los componentes de regulados explica en buena medida la aceleración en el nivel de precios registrada en lo corrido del 2014.

La inflación se incrementó en 0,7 pps con respecto al mismo mes del 2013, alcanzando el nivel más alto desde finales de 2012.

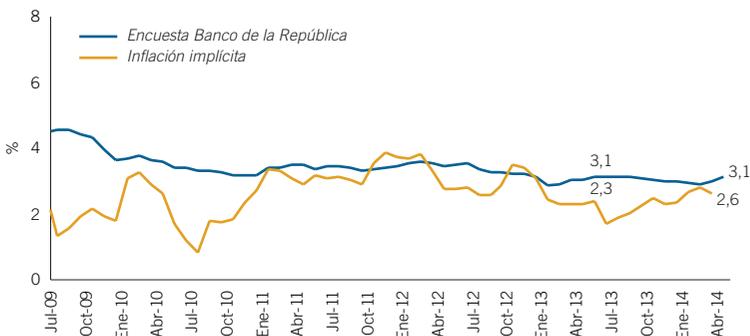


Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico 11. Expectativas de inflación*

Las expectativas de inflación de los encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses se incrementaron, desviándose ligeramente del 3% al cual estuvieron ancladas en los últimos meses.

En abril de 2014, las expectativas de inflación implícitas -diferencial entre el rendimiento de los TES tasa fija y aquellos indexados a la inflación- se ubicaron en 2,61%, manteniendo así su posición en la parte baja del rango meta.



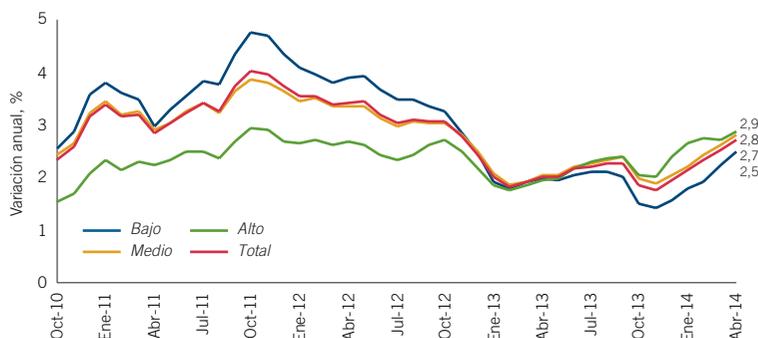
* 12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

Gráfico 12. Inflación por nivel de ingresos

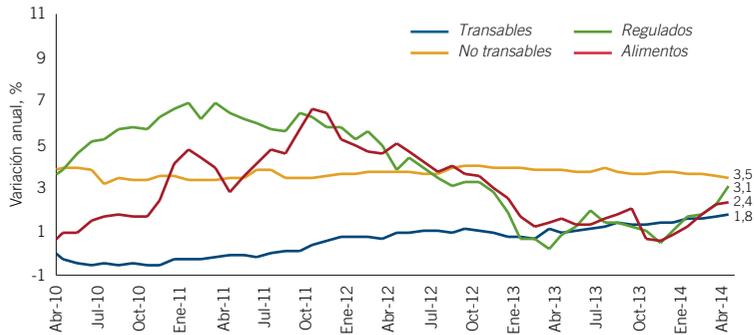
El crecimiento de la inflación total en los últimos cinco meses ha estado impulsado por una aceleración generalizada en la canasta correspondiente a todos los niveles de ingreso.

Para el mes de abril, la inflación de la canasta de ingresos bajos se encuentra 0,23 pps por debajo de la inflación global, fenómeno que se observa desde el primer semestre de 2013. Anteriormente solía situarse por encima del consolidado.



Fuente: DANE.

Gráfico 13. Inflación por componentes

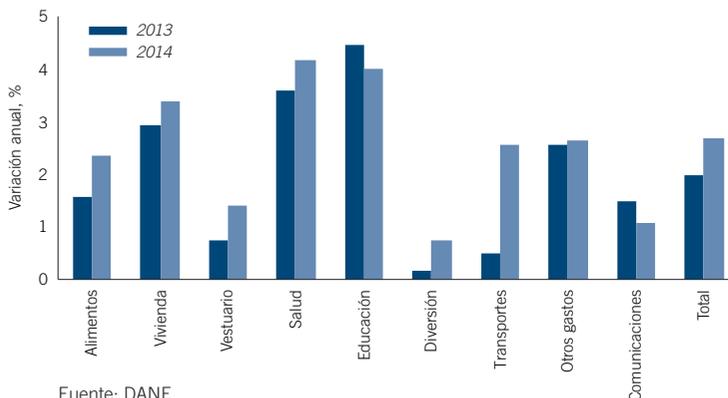


Fuente: Banco de la República.

Para abril de 2014 persiste el importante crecimiento de la inflación de los bienes regulados, asociado principalmente con la aceleración en los precios de la energía eléctrica, por cuenta de la sustitución de fuentes de energía ante la expectativa de una fuerte sequía en los próximos meses.

Pese a la apreciación presentada en abril, la inflación de los bienes transables mantiene su trayectoria creciente, como consecuencia de la evolución de los precios de los automóviles y, en menor medida, de los pasajes aéreos. En esta misma línea, la inflación de alimentos continúa creciendo, debido a la sequía en algunas regiones, que llevó a la escasez de algunos alimentos agrícolas.

Gráfico 14. Inflación por grupos de gasto con corte a abril

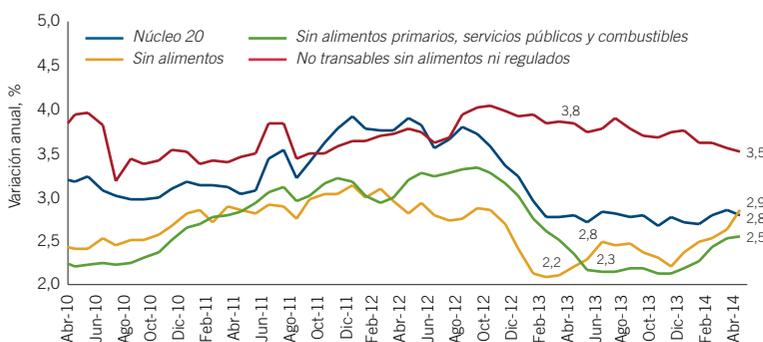


Fuente: DANE.

Con corte a abril de 2014, los grupos de gasto que exhibieron los mayores niveles de inflación fueron salud y educación.

En el cuarto mes del año, los grupos de gasto que más contribuyeron al crecimiento de la inflación anual fueron el de transporte, alimentos y vivienda. Estos tres rubros explicaron el 94% del crecimiento anual de la inflación total.

Gráfico 15. Medidas de inflación básica



Fuente: Banco de la República.

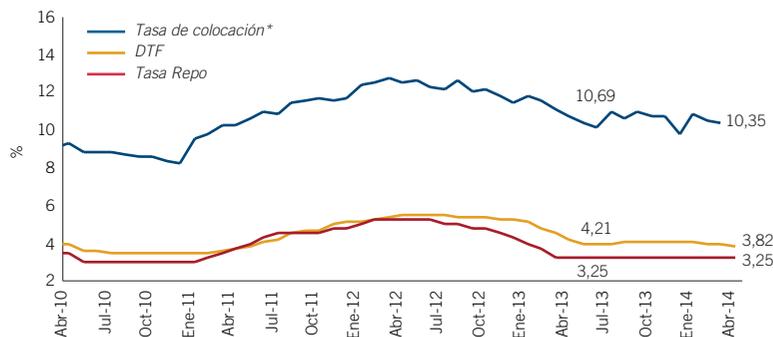
La inflación de los bienes no transables, excluyendo alimentos y regulados, se mantuvo a la baja en abril del presente año por cuenta de la desaceleración en el rubro de arrendamientos y de otros servicios como los financieros. Por otro lado, la inflación núcleo 20 se ubicó en 2,8%, un nivel similar al registrado en el mismo período de 2013.

La inflación sin alimentos y aquella que excluye alimentos, servicios públicos y combustibles mantienen su tendencia alcista, aunque ubicándose por debajo de la meta del Banco de la República. En particular, la inflación que solo excluye alimentos es más alta, en la medida que los precios de algunos servicios públicos se encuentran al alza.

El Banco de la República dio la sorpresa a finales del mes de abril al aumentar en 0,25 pps su tasa de intervención para el mes de mayo, luego de mantenerse estable en 3,25% durante el último año.

En línea con el comportamiento de la tasa repo, la DTF se ha mantenido relativamente estable a una distancia aproximada de 0,6 pps de la tasa de intervención del Banco de la República. Así mismo, la tasa de colocación ha estado en relativa estabilidad, ubicándose en un rango entre el 9,8 y el 11% en los últimos meses.

Gráfico 16. Tasas de interés

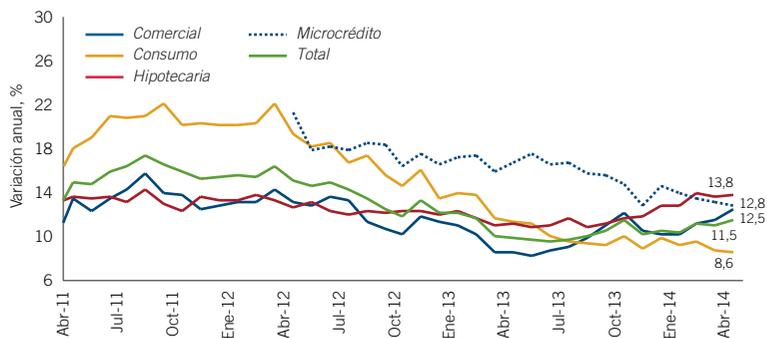


* La tasa de colocación total incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.
Fuente: Banco de la República.

La cartera real total se ha acelerado paulatinamente en los últimos meses. En efecto, en abril de 2014 esta variable se incrementó en 11,5%, 0,5 pps más de lo registrado en el mes justo anterior y 1,6 pps por encima del valor presentado el mismo mes del año anterior.

Este leve repunte se puede explicar principalmente por medio del incremento de 13,8% de la cartera hipotecaria, 2,6 pps más de lo registrado en el mismo mes de 2013. La cartera comercial también está creciendo a mayores tasas que las evidenciadas a lo largo de 2013.

Gráfico 17. Cartera real por tipo de crédito



Fuente: Banco de la República y cálculos fedesarrollo.

En febrero de 2014, el porcentaje de la cartera de crédito que se encontraba vencida fue del 3,02%, exhibiendo un aumento en 0,06 pps respecto al mes anterior. Este índice se ha mantenido relativamente estable alrededor del 3% en los últimos 13 trimestres.

En los primeros dos meses de 2014 se observan índices levemente por debajo del promedio registrado en 2013 (3,04%). Este comportamiento se explica principalmente por las reducciones en el indicador de mora de los créditos de consumo y vivienda.

Gráfico 18. Calidad de la cartera*



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

Gráfico 19. Indicadores del mercado bursátil

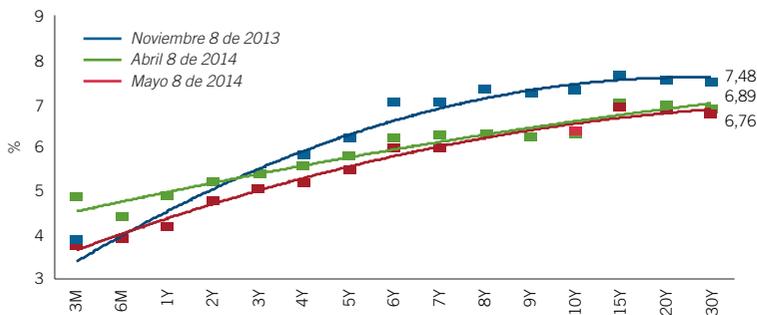


Fuente: Bloomberg.

En la primera mitad de abril de 2014 se mantuvo la recuperación de los índices COLCAP e IGBC por cuenta de una mayor demanda de acciones, la cual pudo ser impulsada como efecto indirecto de los mayores flujos de capital de portafolio hacia el país como consecuencia de la mayor ponderación de la deuda pública en el portafolio de JP Morgan

No obstante, en la última semana de abril se registró un cambio de tendencia asociado con la fuerte caída en la acción de Ecopetrol, que presenta el mayor nivel de capitalización dentro de la arena bursátil de nuestro país.

Gráfico 20. Curva de rendimientos TES para Colombia



Fuente: Bloomberg.

A inicios de mayo, la curva de rendimientos presentó un importante aplanamiento, tras el anuncio de la autoridad monetaria de subir en 25 puntos básicos la tasa de interés de referencia, de forma que los títulos de menor duración (menor a cinco años) se desvalorizaron de forma importante.

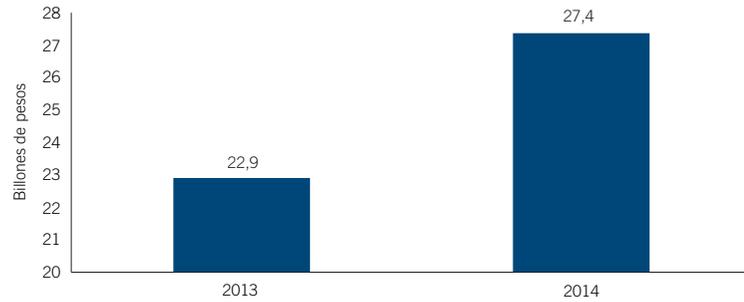
En comparación con la situación presentada a inicios de noviembre de 2013, los títulos de largo plazo se encuentran más valorizados. Este comportamiento se encuentra explicado con la expectativa de mayor demanda de TES derivada por la mayor ponderación de deuda pública colombiana de JP Morgan.

Sector fiscal

En el primer trimestre de 2014, los ingresos tributarios ascendieron a 27,35 billones de pesos, ubicándose en un 19% por encima del valor registrado en el mismo periodo del año anterior. Este importante crecimiento estuvo asociado con la entrada en vigencia de la reforma tributaria.

Dentro de las fuentes de ingreso a destacar, el recaudo por concepto de declaraciones de IVA fue el mayor contribuyente durante el primer trimestre del año, toda vez que presentó un crecimiento de 32,9% frente al 2013 y superó en 329 millones la meta de 7,5 billones.

|| Gráfico 21. Recaudo tributario acumulado a marzo



Fuente: DIAN.

Sector externo

Gráfico 22. Exportaciones*



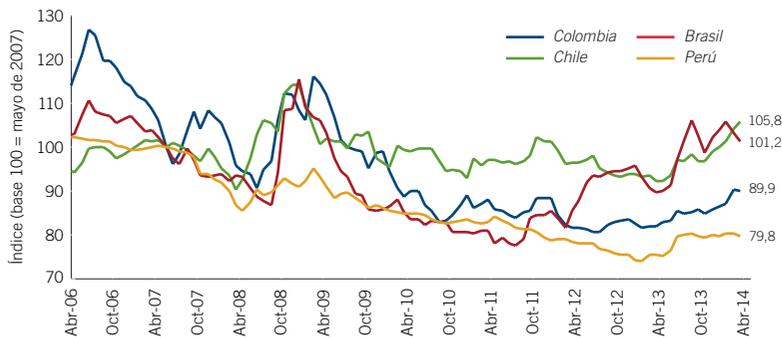
* Variación anual de las exportaciones totales y sin combustibles en promedios móviles a tres meses.

Fuente: DANE.

En marzo de 2014, las exportaciones del país disminuyeron 4,9% respecto al mismo mes del año anterior, explicado principalmente por el fuerte declive en el grupo de combustibles y, en menor medida, de productos de las industrias extractivas.

En lo que respecta a los destinos de las exportaciones, el país que más contribuyó con la caída de las exportaciones fue Estados Unidos, que presentó un significativo declive del orden del -46,6%.

Gráfico 23. Tasa de cambio real de Colombia, Chile, Brasil y Perú

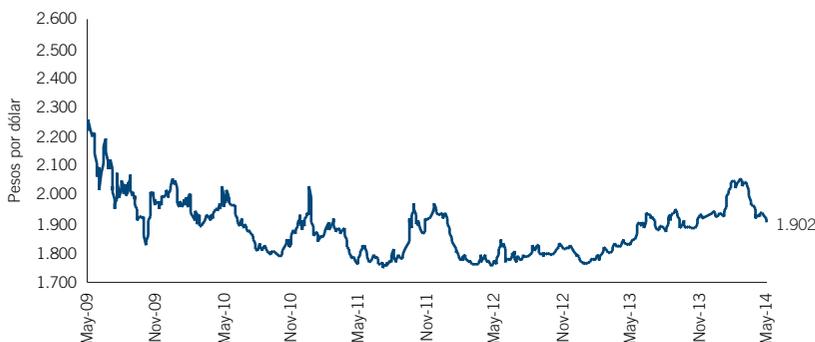


Fuente: Banco de la República.

En concordancia con los cambios en las condiciones internacionales de liquidez, los tipos de cambio real tanto de Colombia como de Chile, Perú y Brasil presentaron desvalorizaciones superiores al 6% durante el último año hasta el mes de marzo.

Cabe señalar que la tendencia a la desvalorización de las monedas de la región se ha revertido en los meses de abril y mayo, para los cuales no tenemos todavía cifras sobre la tasa de cambio real.

Gráfico 24. Comportamiento del tipo de cambio



Fuente: Banco de la República.

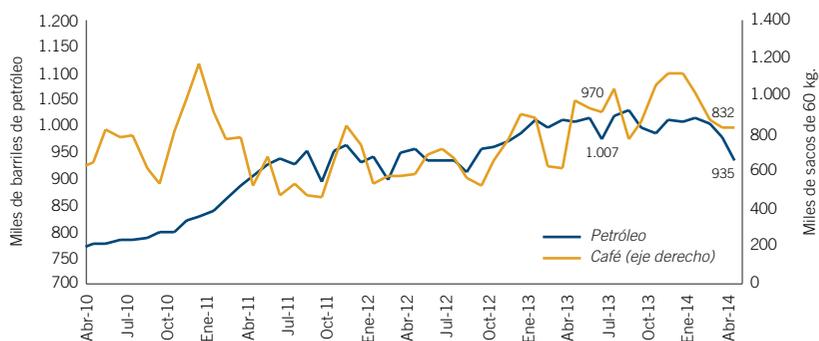
Contrario a la tendencia de principios del año, el peso colombiano se ha apreciado en casi un 7% en los últimos dos meses. Lo anterior obedeció al incremento en los flujos de capital derivados de la recomposición de los índices de J.P. Morgan.

En línea con la reciente valorización, el tipo de cambio colombiano se ubicó en el piso de los 1.900 pesos para mediados de mayo, siendo este el valor más bajo en la TRM del presente año.

Para abril de 2014, la producción de petróleo promedio fue de 935 mil barriles diarios, un 4,2% inferior al mes justo anterior. Este sustancial declive estuvo explicado por las alteraciones de orden público que obligaron el cierre de algunos campos de producción.

Por primera vez en los últimos 17 meses, la producción de café presentó una reducción anual, la cual fue del orden del 14%. No obstante, en lo corrido del año (enero-abril), la producción de café aumentó en un 15% frente al año anterior, como consecuencia de la renovación cafetera y los buenos precios internacionales.

Gráfico 25. Producción de petróleo y café



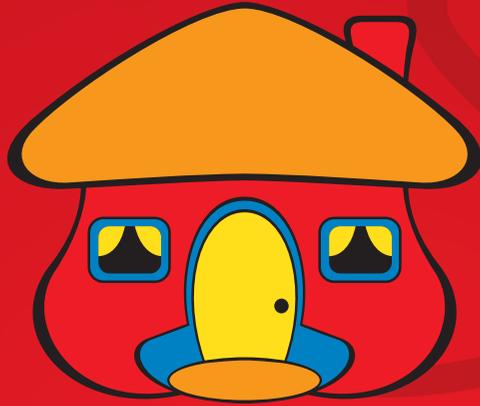
Fuente: Agencia Nacional de Hidrocarburos y Federación Nacional de Cafeteros.

CALENDARIO ECONÓMICO

Mayo-junio 2014*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
19	20	21	22	23
Encuesta Nacional Agropecuaria	Importaciones Balanza comercial	Índice de Confianza del Consumidor de la Eurozona		Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo (ICI-ICCO)*
26	27	28	29	30
		Encuesta de Opinión Financiera*	Estadísticas de Cemento gris PIB de EE.UU.	Indicadores del Mercado Laboral
2	3	4	5	6
	Tasa de desempleo de la Eurozona	Exportaciones Índice de Precios al productor	Índice de Precios del Consumidor	
9	10	11	12	13
			Indicador de inversión en obras civiles	Encuesta de Opinión del Consumidor (ICC*)

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

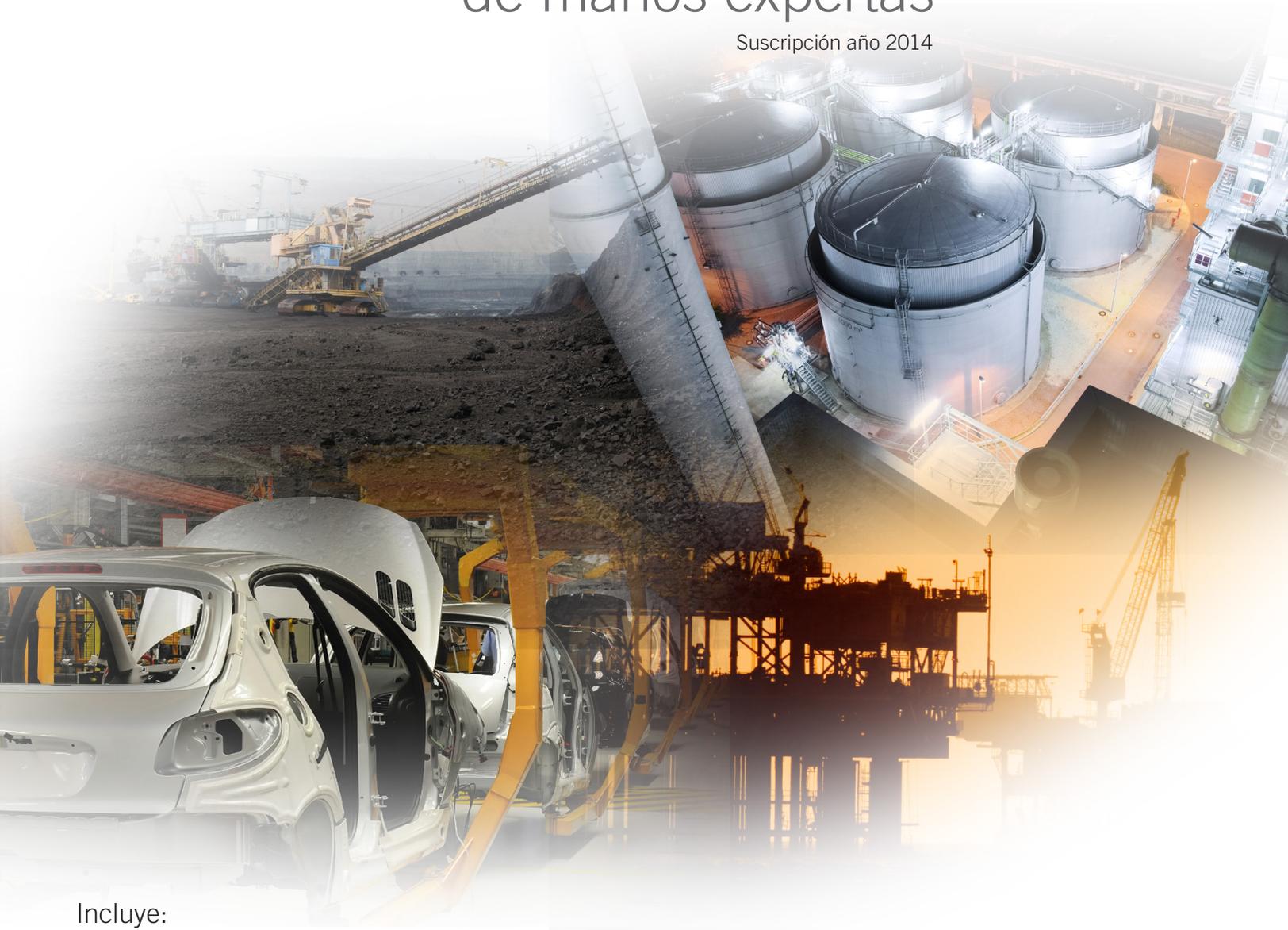


DAVIVIENDA

APOYAMOS
EL CRECIMIENTO
DEL PAÍS

Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2014



Incluye:

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

Informes Oficina Comercial

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 34013651332

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

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia