ISSN 1692-035X

Tendencia Económica

Informe Mensual de FEDESARROLLO

168



Editorial: Perspectivas fiscales para Colombia: la urgencia de una reforma tributaria estructural

Actualidad: Revisión de las perspectivas económicas para 2016 y 2017

Coyuntura Macroeconómica

Tendencia Económica

Fecha de publicación:
Septiembre 12 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 Pág. 3 — Editorial
Perspectivas fiscales para Colombia: la urgencia de una reforma tributaria estructural

2 Pág. 9 — Actualidad
Revisión de las perspectivas económicas para 2016 y 2017

3 Pág. 17 — Coyuntura Macroeconómica

Tendencia Económica se hace posible gracias al apoyo de:



Perspectivas fiscales para Colombia: la urgencia de una reforma tributaria estructural*

La situación de las finanzas públicas es sin duda el tema de mayor importancia para la estabilidad macroeconómica del país en los próximos años. En 2015, el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central (GNC) fue de 3% del PIB y el gobierno espera que este año aumente a 3,9% del PIB. De no hacerse nada en el frente tributario, esos faltantes podrían superar fácilmente el 5% del PIB para finales de esta década, incluso en un entorno de ajustes drásticos en el gasto público, tales como los que se contemplan en los escenarios del Ministerio de Hacienda presentados en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) divulgado el pasado mes de junio.

Los problemas que plantea esta debilidad de las finanzas públicas se hacen particularmente complejos en un entorno de amplios desbalances externos. Si bien se espera que el déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos se reduzca de manera sustancial en 2016 con respecto a los niveles de 2015, cuando llegó a 6,4% del PIB, en el presente año tendríamos todavía un déficit por encima de 5% del PIB. Es en este contexto que las calificadoras de riesgo han manifestado su preocupación respecto a la vulnerabilidad de la economía colombiana. En julio, *Fitch Ratings* revisó la perspectiva de la calificación de nuestra deuda pública de estable a negativa, sumándose al anuncio en la misma dirección que había hecho *Standard and Poor's* en enero. *Moody's* por su parte, bajó la perspectiva correspondiente para el sector financiero. Por otro lado, en la última Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo (EOF), un 42% de los analistas considera la política fiscal como el factor más relevante para la toma de decisiones a la hora de invertir, muy por encima de la política monetaria y de los factores externos.

Dado este entorno, como lo hemos explicado en ediciones pasadas de *Tendencia Económica*[1], se hace urgente una reforma tributaria de amplio alcance que cumpla tres propósitos fundamentales: i) evitar la caída en el recaudo por el fin de los impuestos

* La elaboración de este artículo contó con la colaboración de Diego Auvert.

[1] Ver *Tendencia Económica* No. 163, 157 y 156.

que las normas actuales contemplan como temporales, tales como el impuesto a la riqueza, que ya está en fase de desmonte, la sobretasa del CREE que llegará a 10% de los ingresos gravables de las empresas en 2018 para desaparecer el año siguiente, y el gravamen a los movimiento financieros, que la norma actual empieza a desmontar gradualmente a partir de 2018; ii) incrementar los recursos del Gobierno Nacional entre 1,5% y 2% del PIB con respecto a sus niveles actuales con el propósito de reemplazar parcialmente los ingresos perdidos por la caída en la renta petrolera, lo cual deberá ser complementado con una gran austeridad en el gasto y la inversión pública para lograr la convergencia del déficit a los niveles estructurales exigidos por la Regla Fiscal en 2020 (1,5% del PIB), la estabilización de la deuda y la sostenibilidad de las finanzas públicas en el mediano plazo, y iii) pero no menos importante, esa reforma tributaria debe cambiar la estructura del sistema para hacerlo equitativo, progresivo, competitivo y sustancialmente más simple y eficiente de lo que es actualmente.

El Gobierno Nacional ha anunciado la presentación al Congreso de una reforma tributaria en el último trimestre del presente año, una vez se complete el proceso de votación del plebiscito por la paz que tendrá lugar el 2 de octubre. Las características de esa reforma serán fundamentales para definir si Colombia logra salir este mismo año de la gran incertidumbre que han generado la caída en la renta petrolera y el deterioro en el ambiente económico de nuestros países vecinos.

El propósito de este Editorial es revisar las perspectivas fiscales y la magnitud de los requerimientos de recaudo que debe tener la próxima reforma tributaria para despejar el panorama de las finanzas públicas colombianas. Para ello usamos como base las proyecciones divulgadas en el MFMP y hacemos algunos ajustes que consideramos pertinentes para tomar en cuenta las necesidades de inversión pública que tendrá el país en los próximos años. De hecho, a nuestro juicio, esas necesidades no están cubiertas de manera satisfactoria en las proyecciones de ese Marco Fiscal, en las cuales la inversión del gobierno se lleva a niveles excesivamente bajos y probablemente incompatibles con lo que se requerirá en el contexto del post conflicto.

Antes de entrar en las proyecciones vale la pena enfatizar que la necesidad de la reforma tributaria no surge de la firma del acuerdo de paz. Se trata de una reforma indispensable con o sin acuerdo, que se origina fundamentalmente en la virtual desaparición de los ingresos petroleros con los que contó el gobierno colombiano durante el período de auge de los precios de los productos básicos entre 2003 y 2014.

Ciertamente, el acuerdo de paz hace aún más urgente invertir en el desarrollo y consolidación de las zonas aisladas del país, en la reducción de las grandes brechas sociales y productivas que tradicionalmente hemos mantenido entre las zonas urbanas y las zonas rurales y obviamente, en la reparación de las víctimas y la reincorporación de los guerrilleros a la vida civil. Esos costos, sin embargo, no son atribuibles al acuerdo de paz. Son más bien costos de la guerra que solo ahora reconocemos y en los que hemos debido incurrir hace mucho tiempo. Nuestras proyecciones no consideran aumentos de gasto asociados específicamente a esos propósitos. Lo que contemplan es mantener unos niveles de gasto e inversión públicos menores a los que tuvimos en la época del auge, pero razonablemente altos, que permitan la inversión en los propósitos prioritarios del postconflicto mediante una reasignación de recursos que minimice gastos en otros frentes menos importantes y conduzca a un gasto público más eficiente y menos propenso al desperdicio y la corrupción.

Nuestras proyecciones no toman en cuenta tampoco las presiones que pueden surgir sobre las finanzas públicas de seguir prosperando decisiones judiciales de costos enormes que se adoptan en ocasiones con muy buenas intenciones, pero sin medir las implicaciones que tienen para la economía en su conjunto. Es el caso reciente de la posible sentencia sobre una tutela presentada ante la Corte Constitucional sobre los beneficios prestacionales que debería cubrirle el gobierno a las madres comunitarias del Instituto Colombiano de Bienestar Familiar (ICBF) que colaboraron en el cuidado de los niños a cargo de ese instituto, cuando ese trabajo estaba clara y explícitamente concebido como una actividad voluntaria no remunerada. Los costos de esa sentencia, en caso que se convierta en jurisprudencia generalizable para todas las madres comunitarias, se han estimado en cerca de 6 billones de pesos. Esa cifra, que a primera vista puede parecer un número más de los que mencionamos con frecuencia los economistas, sería equivalente al recaudo anual de dos puntos adicionales de IVA. Resultaría francamente preocupante que como consecuencia de sentencias judiciales que no miran suficientemente sus implicaciones, termináramos con una reforma tributaria que nuevamente, como otras en el pasado, terminan alimentando gastos que no están suficientemente focalizados en los propósitos principales de la Nación.

¿Qué se espera para 2016?

En el MFMP presentado el pasado mes de junio, el gobierno revisó al alza su proyección de déficit para 2016 hasta 3,9% del PIB, superior en 0,3 puntos del PIB al que se esperaba en enero y en 0,9 puntos del PIB al de 2015 (Cuadro 1). El aumento del déficit para este año se explica en su mayoría por una caída en los recursos provenientes del sector minero-energético de 1,2 puntos del PIB respecto al cierre fiscal de 2015. Frente a 2014 la caída es de 2,7 puntos porcentuales (pps) del PIB y frente a 2013 de 3,4 pps. Actualmente el gobierno proyecta una renta petrolera negativa de 0,1% del PIB como consecuencia de las devoluciones de impuestos a las empresas petroleras, que suman 0,2 pps

Cuadro 1
BALANCE FISCAL DEL GNC EN 2016 SEGÚN EL MFMP JUNIO-2016 Y FEDESARROLLO
(% del PIB)

			2016	
	2014	2015	MFMP	Fedesarrollo
Ingresos totales	**16,7**	**16,1**	**15,0**	**14,6**
Renta petrolera	2,6	1,1	-0,1	-0,1
Tributarios no petroleros	13,1	13,9	14,3	13,9
Otros ingresos*	0,9	1,1	0,8	0,8
Gastos totales	**19,1**	**19,2**	**19,0**	**18,5**
Inversión	3,0	3,1	1,9	1,9
Intereses	2,2	2,6	3,2	3,2
Funcionamiento	13,9	13,5	13,8	13,8
Ajuste adicional requerido	-	-	-	-0,4
Déficit total	**2,4**	**3,0**	**3,9**	**3,9**
Déficit estructural Regla Fiscal	**2,3**	**2,2**	**2,1**	**2,1**

* Incluye recursos de capital, fondos especiales y otros ingresos no tributarios.
Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público, cálculos Fedesarrollo.

del PIB, y que se compensan parcialmente por el pago de los dividendos de Ecopetrol (0,1 pps del PIB), que forma parte de las utilidades obtenidas en la vigencia de 2015. En cuanto a los ingresos tributarios no petroleros, el gobierno proyecta un incremento anual de 0,4 puntos del PIB entre 2015 y 2016. Dicho aumento se alcanzaría principalmente a través de medidas de gestión y anti-evasión de la DIAN, las cuales aportarían 0,1 pps del PIB a través de una mejor eficiencia en el recaudo de renta y CREE, y 0,3 pps del PIB en ingresos por concepto de IVA e Impuesto al Consumo.

Por otra parte, el gobierno incluye un ajuste en su proyección de gastos totales, que disminuyen en 0,2 pps del PIB entre 2015 y 2016. Esta caída proviene únicamente de un fuerte recorte en la inversión pública, equivalente a 1,2 pps del PIB, ya que los demás rubros aumentan respecto a lo observado en 2015. Por un lado, el efecto de la devaluación del peso sobre el pago de intereses implica un incremento anual de 0,6 pps del PIB en las obligaciones del GNC, mientras que los gastos en funcionamiento aumentarían en 0,3 pps del PIB debido a mayores transferencias a los entes territoriales.

Si bien la proyección de déficit fiscal para 2016 que tenemos en Fedesarrollo coincide con la del gobierno, tiene diferencias significativas tanto en ingresos como en gastos. Nuestras estimaciones, basadas en lo que viene sucediendo a lo largo del año, contemplan ingresos totales de 14,6% del PIB para 2016, inferiores en 0,4 pps a los del MFMP por dos motivos. Primero, prevemos una menor contribución por parte de las medidas de gestión y anti-evasión de la DIAN. Segundo, esperamos un recaudo por impuestos externos ligeramente inferior al que presenta el MFMP, que se explica por una caída en el valor de las importaciones en dólares FOB para el cierre de este año (-19% anual) mayor a la estimada por el Ministerio de Hacienda y Crédito Público (-12%). Con esto, debido a los menores ingresos esperados para 2016, nuestro escenario implica que el gobierno tendrá que hacer un ajuste adicional importante en sus gastos para poder cumplir con la meta de déficit de este año. Como se muestra en el Cuadro 1, este ajuste equivaldría a 0,4% del PIB, distribuido entre gastos de funcionamiento e inversión pública.

Perspectivas para el mediano plazo

Como lo mencionamos arriba, la situación de las finanzas públicas en los próximos años dependerá, desde el punto de vista de los ingresos tributarios, de las acciones que tome el gobierno frente al cumplimiento de dos objetivos, de los tres presentados antes. El primero es la reposición de los impuestos temporales (*i.e.* impuesto a la riqueza, GMF y sobretasa del CREE) que, bajo la legislación actual, empiezan a disminuir su aporte a las arcas de la Nación a partir de 2018. El segundo es la consecución de los ingresos adicionales necesarios para la convergencia del déficit total a los niveles estructurales exigidos por la Regla Fiscal, incluso en un contexto de notable austeridad en el gasto.

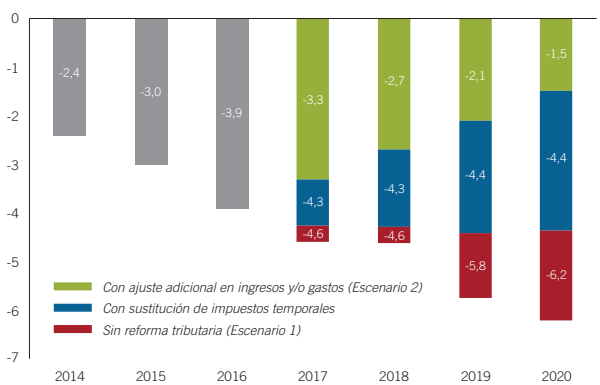
En línea con lo anterior, nuestras proyecciones de déficit fiscal del GNC en el mediano plazo (hasta 2020) están separadas en dos escenarios. El Escenario 1 contempla los ingresos que se tendrían en ausencia de una reforma tributaria, mientras el Escenario 2 supone una reforma que aumenta los ingresos no petroleros en el monto requerido para cumplir con los dos objetivos planteados anteriormente. Para reconocer de manera realista las necesidades de recursos que tendrá el gobierno en los años venideros, sin embargo, ajustamos la proyección del MFMP publicado en junio de 2016 en dos sentidos: i) Mantenemos la inversión pública en 1,9% del PIB para todos los años entre 2016 y 2020, lo cual representa montos sustancialmente mayores a los previstos por el gobierno de 1,1% del PIB en 2017 y de 1,4% del PIB en promedio en los años subsiguientes.

Cabe recordar que esa cifra era de 3% del PIB en 2014 y que por lo tanto, nuestro supuesto implica un fuerte ajuste a la baja con respecto a lo que estábamos observando en los años de auge petrolero, algo que obviamente constituirá un reto difícil en el contexto del postconflicto. ii) Recalculamos los pagos de intereses con base en la evolución de la deuda pública que surge, año tras año, de los resultados de cada uno de nuestros escenarios en materia de déficit fiscal. Por otra parte, en lo que se refiere a los gastos de funcionamiento, utilizamos la proyección del MFMP, la cual es ligeramente más alta –probablemente más realista– que la que se preveía en el MFMP de 2015.

Como se puede observar en el Gráfico 1, en ausencia de una reforma tributaria (barras completas, incluyendo la sección roja) el déficit fiscal del GNC aumentaría significativamente (de 3,9% en 2016 a 4,6% del PIB en 2017 y a 6,2% del PIB en 2020) por cuenta de la caída en los ingresos tributarios no petroleros. Además, bajo dicho escenario la deuda bruta del GNC tendría una trayectoria explosiva en el mediano plazo, pasando de 42,9% del PIB en 2016 a 51,5% del PIB en 2020 (Gráfico 2).

Gráfico 1

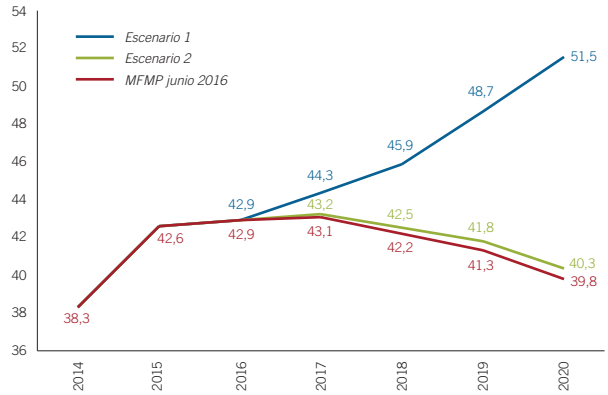
BALANCE FISCAL DEL GNC EN EL MEDIANO PLAZO BAJO ESCENARIOS PROYECTADOS POR FEDESARROLLO (% del PIB)



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

Gráfico 2

DEUDA BRUTA DEL GNC SEGÚN MFMP JUNIO-2016 Y ESCENARIOS DE FEDESARROLLO*



* Los valores reportados no incluyen cuentas por pagar ni lo representado por la Cuenta Única Nacional (CUN).

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

Es evidente que el desajuste en las cuentas financieras expuesto en el Escenario 1 resulta insostenible. La situación fiscal tampoco se despejaría si se adelantara una reforma tributaria encaminada solamente a reponer el recaudo que caerá por el fin de los impuestos temporales. Bajo el cumplimiento exclusivo de este objetivo, el déficit total se mantendría en niveles del orden de 4,4% del PIB desde 2017 hasta 2020 (Gráfico 1, barra azul), lo cual es claramente insuficiente para que el déficit se acerque a los niveles requeridos por la Regla Fiscal en 2020 (1,5% del PIB) y para evitar un crecimiento explosivo de los niveles de deuda pública y, por tanto, de los pagos futuros de intereses. Se hace evidente de esta manera la necesidad de una reforma tributaria más ambiciosa (Escenario 2, barra verde) que logre la convergencia paulatina del déficit observado hacia las metas de déficit estructural previstos por la Regla fiscal que aprobó el Congreso en 2011. Para cumplir con dicho compromiso el gobierno tendrá que hacer un ajuste adicional que está implícito en nuestro Escenario 2, en el cual el déficit para 2020 se reduce en cerca de 3% del PIB con respecto a la alternativa en que

simplemente se reponen los ingresos que está previsto que desaparezcan. Debe notarse, sin embargo, que no toda esa reducción corresponde a impuestos adicionales. Una parte importante de la reducción en el déficit de 2020 en ese escenario se logra mediante el menor pago de intereses que surge de incrementar rápidamente el recaudo tributario y evitar déficits fiscales excesivos en 2017, 2018 y 2019. Bajo nuestro Escenario 2 la relación deuda/PIB del GNC tendría un ligero aumento en 2017 pero empezaría a reducirse gradualmente en los años subsiguientes, para llegar en 2020 a niveles similares a los que observamos en 2014 (Gráfico 2).

Así las cosas, la aprobación de una reforma tributaria de alto alcance –como la descrita en el Escenario 2– es fundamental para evitar un desajuste permanente en las cuentas fiscales del GNC. Por supuesto, ese ajuste también se requiere para impedir una baja en la calificación de la deuda soberana y garantizar el acceso a financiamiento externo a costos razonables que requiere el país para cubrir su abultado déficit en las cuentas externas. Lo importante es enfatizar que esa baja de calificación no se daría por un capricho de dichas calificadoras sino porque en ausencia de una reforma tributaria de amplio alcance, la finanzas públicas colombianas serían ciertamente vulnerables y el riesgo de invertir en deuda pública colombiana aumentaría de manera sustancial. Avanzar rápidamente en la aprobación de la reforma hará viable sostener los niveles de inversión pública que se requiere en el postconflicto, garantizando al mismo tiempo que los inversionistas internacionales puedan financiarnos con la tranquilidad que otorgan unas finanzas públicas sostenibles. Se evitarían con ello los círculos viciosos que genera un aumento excesivo en los niveles de endeudamiento a través de su impacto sobre el servicio futuro de la deuda, y que en tantas oportunidades han mostrado los impactos fatales que tienen para el desarrollo de economías emergentes como la nuestra.

Revisión de las perspectivas económicas para 2016 y 2017*

El crecimiento del PIB para el primer semestre del año (2,3%) fue el más bajo desde el segundo semestre de 2009 y algunos indicadores adelantados para el tercer trimestre sugieren un crecimiento similar en el resto del año. En julio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) se redujo, revirtiendo parcialmente la tendencia ascendente de los últimos cinco meses. Adicionalmente, las cifras del mercado laboral se han deteriorado y en lo corrido hasta julio la tasa promedio de desempleo se ubicó en 9,8%, cifra superior en 0,5 puntos porcentuales (pps) a la registrada en el mismo periodo del año pasado. En este contexto, revisamos a 2,3% la proyección de crecimiento para 2016, con una ligera reducción frente al 2,5% que preveíamos en el mes de mayo. La reducción en el crecimiento, unida a la recuperación de los precios del petróleo con respecto a los que se observaban a comienzos del año, permitirá una corrección importante del desbalance externo que llevará el déficit de la balanza de pagos a niveles inferiores a los que se preveían hace unos meses. Esos mismos factores estarán asociados probablemente a una tasa de cambio menor a la inicialmente esperada.

Por otra parte, estimamos que el fuerte incremento que ha tenido el nivel de precios empezará a revertirse en los últimos meses del año - tal como ya se empezó a observar en las cifras de agosto - y la inflación terminará alrededor de 6,7% en 2016 y en 4,3% para 2017, antes de volver en el 2018 al rango meta de 2 a 4% establecido por el Banco de la República. De esta manera, el aumento observado en la inflación en el período reciente pasará a la historia como un fenómeno temporal y el país habrá evitado que los choques que enfrentó la economía con la depreciación del peso y los aumentos en los precios de los alimentos asociados al fenómeno del Niño y al paro camionero se conviertan en fuentes de espirales inflacionarias alimentadas por la indexación de precios. Este es un resultado positivo de la credibilidad que ha logrado mantener el Banco de la República, gracias en parte al endurecimiento de la postura de política monetaria durante el último año. Por la misma razón, para que se cumpla nuestra proyección básica de inflación se

* Este artículo contó con la colaboración de Viviana Alvarado.

requerirá probablemente que el Banco mantenga la tasa de interés de política en el nivel actual (7,75%) durante un tiempo considerable, al menos hasta que las expectativas de inflación a un año vuelvan a ubicarse al interior del rango meta.

Aunque el escenario más probable de crecimiento económico es relativamente favorable si se compara con el desempeño observado en cualquier otro país de la región, su realización práctica exige el pronto anuncio y puesta en marcha de un esfuerzo significativo de ajuste fiscal, tal y como lo planteamos en el Editorial de esta misma publicación. Dicho ajuste no solo será consistente con el cumplimiento de la regla fiscal sino que también permitirá mantener la credibilidad de los mercados en la economía, la cual es absolutamente necesaria para facilitar la financiación de la cuenta corriente, mientras su desbalance se va cerrando gradualmente en el tiempo.

El objetivo de este artículo de Actualidad es presentar un resumen de las proyecciones de Fedesarrollo sobre las principales variables macroeconómicas. Se ilustran además los principales riesgos tanto al alza como a la baja que tiene nuestro escenario base, los cuales, en caso de materializarse, tendrían implicaciones importantes sobre el crecimiento, el balance externo y el comportamiento de la inflación.

Entorno internacional

Hasta mediados de junio, el panorama económico mundial para este año se perfilaba hacia un escenario más optimista al inicialmente previsto. No obstante, la relativa tranquilidad en los mercados internacionales se vio opacada con los resultados del referendo en el Reino Unido el pasado 23 de junio sobre su salida de la Unión Europea. Como resultado del denominado *Brexit*, las perspectivas económicas mundiales para 2016-2017 se deterioraron y el Fondo Monetario Internacional (FMI) redujo levemente el crecimiento económico frente a la edición de abril. Aún así, el escenario básico del FMI, con crecimiento de la economía mundial alrededor de 3,1% en 2016 y 3,4% en 2017, refleja el supuesto de que la incertidumbre se reducirá en el futuro y que los acuerdos comerciales entre la Unión Europea y Reino Unido evitarán un aumento importante de las barreras económicas, no se producirán grandes perturbaciones en los mercados financieros y las consecuencias políticas del referendo serán limitadas. Sin embargo, la institución también reconoce que es posible que se presente un endurecimiento más agudo de las condiciones financieras y un impacto mayor sobre la confianza, lo que debilitaría el consumo y la inversión. A su vez, el aumento de la aversión al riesgo y la turbulencia en los mercados financieros podría incrementar las tensiones bancarias y agudizar los problemas ya existentes en el sistema bancario europeo. Las consecuencias adversas, no obstante, se materializarían gradualmente con el paso del tiempo.

Crecimiento económico

El crecimiento de la economía colombiana en el primer semestre de 2016 (2,3%) confirmó el proceso de desaceleración económica que comenzó desde finales del año anterior y se ubicó en un nivel que no se observaba desde el segundo trimestre de 2009, cuando el PIB registró un crecimiento anual de 2,1%. El modesto desempeño económico se debe a una desaceleración de la demanda interna, a un bajo dinamismo de la actividad constructora y a la contracción del sector minero. No obstante, la economía colombiana sigue creciendo por encima del promedio de América Latina y de países pares como México y Chile.

A pesar de la desaceleración de la actividad productiva, en el primer semestre el único sector que registró una contracción fue el de explotación de minas y canteras, y cuatro

de las nueve actividades que componen el PIB crecieron por encima del promedio de la economía. Los sectores de mayor dinamismo fueron la industria (5,4%), establecimientos financieros (4,2%) y construcción (3,0%). Cabe destacar, sin embargo, que pese al desempeño favorable de la actividad constructora en el primer semestre del año, su crecimiento se ha moderado y es inferior al registrado en el mismo periodo del año anterior (5,5%), explicado fundamentalmente por la desaceleración en el subsector de obras civiles.

En contraste, los sectores menos dinámicos fueron la explotación de minas y canteras (-5,9%) y la agricultura (0,1%). Con este resultado, la actividad minera completó dos semestres consecutivos de variaciones negativas, explicadas por la caída en la producción de petróleo y de carbón. En el caso de la agricultura, el pobre desempeño se debe a la desaceleración en la producción cafetera y la contracción de otros productos agrícolas diferentes al café, por cuenta del fenómeno del Niño.

Teniendo en cuenta la desaceleración económica local reflejada en las cifras de crecimiento, así como en el deterioro de las cifras de desempleo y la caída observada en el ICC en el mes de julio, en Fedesarrollo corregimos a la baja el pronóstico de crecimiento para este año hasta 2,3%, lo que implica una desaceleración de 0,8 pps respecto al crecimiento de 2015 y de 2,1 pps respecto al de 2014.

En cuanto al desempeño sectorial, revisamos a la baja el crecimiento de la industria por dos razones principales. En primer lugar, el impacto de Reficar ha sido menor al que estimaba inicialmente el gobierno, debido a algunos retrasos en la puesta en marcha de la refinería. En segundo lugar, esperamos que en el segundo semestre se modere el crecimiento de la producción de los subsectores manufactureros diferentes al de refinación de petróleo. En consecuencia, estimamos un crecimiento del sector de 5,4%, superior al de 2015 (cuando fue 1,2%) pero inferior en 2,0 pps a la proyección de mayo.

Por otra parte, corregimos a la baja el crecimiento del sector construcción desde 3,7% hasta 2,6%, respaldados en una disminución de 1,6 pps en el crecimiento del rubro de obras civiles y de 0,4 pps en el rubro de edificaciones frente a lo esperado en mayo. Con base en los datos de Camacol, tanto los lanzamientos como las ventas de vivienda en lo corrido del año hasta junio han presentado variaciones negativas de 2,5% y 1,0%, respectivamente, evidenciando un deterioro en el sector. Adicionalmente, la desaceleración en los despachos de cemento, el deterioro de la demanda en el componente residencial que se refleja en el empeoramiento en la disposición a comprar vivienda de la Encuesta de Opinión del Consumidor (EOC), el aumento en las tasas de interés y la sobreoferta del componente no residencial, dan señales de moderación hacia los siguientes trimestres. Por el lado de las obras civiles, la revisión a la baja responde al menor dinamismo que han presentado los proyectos de infraestructura 4G, que por factores como el retraso en el otorgamiento de licencias, el cierre financiero y la lentitud en los desembolsos para el inicio de las ejecuciones, perfilan al subsector hacia una dinámica más modesta durante 2016 y hacia una expansión más notoria a partir del próximo año.

Por su parte, el sector agropecuario crecería 1,5%, 1 pp por encima de lo esperado en mayo, explicado por el fin del fenómeno del Niño, el buen desempeño del subsector de silvicultura, extracción y pesca y de los cultivos de café, los cuales responden a la estrategia de renovación que, de acuerdo con la Federación Nacional de Cafeteros, alcanzarán 68 mil hectáreas en 2016. Con base en lo anterior, ajustamos la proyección de producción de café para este año a 14,2 millones de sacos, 0,9 millones por encima de lo esperado en mayo.

Respecto a los componentes de demanda, se espera una desaceleración en la inversión y en las importaciones. Tras haber crecido en 2015 a un ritmo de 2,6%, la inversión presentaría una contracción anual de 1,2%, 2,9 pps por debajo del pronóstico anterior, lo cual se explica por una reducción a la baja de 2,5 pps en el pronóstico para la inversión privada y de 3,8 pps para la inversión pública. Por su parte, revisamos a la baja el comportamiento de las importaciones desde -0,3 hasta -2,3%, respaldado principalmente por la depreciación el tipo de cambio y la moderación de la demanda interna (Cuadro 1).

Los pronósticos de Fedesarrollo sobre el crecimiento de la economía se soportan en supuestos acerca de los principales indicadores macroeconómicos. La senda del precio de petróleo se corrigió levemente al alza, con un pronóstico para este año de USD 41 por barril en promedio para la referencia WTI, y de USD 42 dólares para la referencia Brent. Lo anterior se respalda por el aumento en la cotización del crudo en los mercados internacionales en el segundo trimestre del año, asociado con la caída en la oferta de los países fuera de la OPEP. Por su parte, la proyección para la tasa de cambio promedio para este año se corrigió a la baja, ubicándola en $3.050 por dólar, lo cual se explica por las leves mejoras en los precios de materias primas y la lenta recuperación de Estados Unidos.

Cuadro 1
PROYECCIONES DE CRECIMIENTO EN EL ESCENARIO BASE

	2014	2015	2016	2017
Sectores productivos				
Agropecuario	3,1	3,3	1,5	2,1
Minería	-1,1	0,6	-6,0	-1,7
Construcción	10,5	3,9	2,6	5,0
Edificaciones	8,1	2,1	1,6	2,0
Obras Civiles	13,4	5,4	3,4	7,4
Industria	0,7	1,2	5,4	4,5
Servicios Públicos	3,4	2,9	2,6	4,0
Establecimientos Financieros	5,7	4,3	3,6	3,6
Comercio	5,1	4,1	2,5	2,3
Transporte y Comunicaciones	4,7	1,4	2,0	2,9
Servicios Sociales	5,2	2,9	2,1	2,0
Componentes de demanda				
Consumo privado	4,2	3,9	2,5	2,6
Consumo público	4,7	2,8	2,0	1,8
Inversión pública	13,3	5,4	-2,7	0,8
Inversión privada	10,8	1,6	-0,5	2,7
Exportaciones	-1,3	-0,7	0,0	2,8
Importaciones	7,8	3,9	-2,3	0,3
Producto Interno Bruto	4,4	3,1	2,3	3,0

Fuente: DANE. Cálculos Fedesarrollo.

Pese a algunos factores que afectarán positivamente al crecimiento en Colombia, siguen existiendo riesgos a la baja. Debido a la gran incertidumbre en los mercados financieros internacionales - ahora asociados en parte al *Brexit* - la alta volatilidad del precio del crudo y del tipo de cambio, la desaceleración económica de China y de los principales socios comerciales de Colombia, entre otros, los pronósticos sectoriales y algunos supuestos presentan importantes riesgos a la baja. El aumento en las plataformas de perforación activas en los Estados Unidos y en los países miembros de la OPEP podría hacer que el precio del petróleo se ubique por debajo del escenario base, afectando la producción en Colombia. De igual forma, el sector construcción presenta signos de ralentización que se reflejan en el deterioro en los indicadores líderes y podrían pronunciarse en el segundo semestre por efecto de la inflación y el aumento en las tasas de interés. Estos riesgos se resumen en el Cuadro 2.

Sector externo

La caída de los precios de los *commodities* y de los términos de intercambio en 2015 hizo que el déficit de la cuenta corriente de la balanza de pagos, como porcentaje del PIB, aumentara a niveles históricamente altos para Colombia (6,4%). A lo anterior se sumó el deterioro en

otros indicadores de vulnerabilidad externa como resultado fundamentalmente de la depreciación del peso y del ajuste de las ventas externas. La razón de la deuda externa total con respecto al PIB se incrementó drásticamente de 26,8% en 2014 a 37,9% en 2015 y, de acuerdo con el Banco de la República, el 91% de dicho aumento se explica por la debilidad del peso frente al dólar.

Para el primer trimestre de 2016, sin embargo, se presentó una corrección importante del desbalance externo. En efecto, el déficit en cuenta corriente se ubicó en USD 3.381 millones, lo que representa una contracción de USD 1.809 millones respecto al mismo periodo del año anterior. Como porcentaje del PIB, el déficit fue de 5,6% y cayó 1,4 pps frente al registrado en el primer trimestre de 2015. El balance negativo se originó por el resultado deficitario de comercio exterior de bienes (USD 3.096 millones), de servicios (USD 573 millones) y de la renta factorial (USD 1.021 millones). A su vez, el componente de transferencias presentó un desempeño positivo respecto al

Cuadro 2

BALANCE DE RIESGOS SOBRE LA PROYECCIÓN BÁSICA DE CRECIMIENTO PARA 2016

	Riesgos predominantes	Riesgos	
		Alza	Baja
Crecimiento mundial	↓	❍ Mayor crecimiento de economías emergentes y en desarrollo	❍ Desaceleración China ❍ Aumento en la aversión al riesgo mundial ❍ Efecto del *Brexit*
Precios del petróleo	↓	❍ Cierre de proyectos de alto costo, lo que restringiría la producción	❍ Mayor contracción de la demanda ❍ Incremento de las existencias de crudo y gasolina en EE.UU ❍ Aumento en las plataformas de perforación activas
Producción de petróleo en Colombia	↓		❍ Menor renovación de proyectos ❍ Menor inversión en producción
Proyectos 4G	↓		❍ Retraso en la ejecución de la primera ola ❍ Retraso en trámites administrativos ❍ Problemas con el cierre financiero de los proyectos
Exportaciones no tradicionales	↓	❍ Ganancia en competitividad por tipo de cambio depreciado	❍ Aumento de costos de los insumos importados ❍ Desaceleración económica principales socios comerciales
Construción de vivienda	↓		❍ Bajo dinamismo en las licencias de construcción y en los despachos de cemento ❍ Altas tasas de interés y caída en los desembolsos hipotecarios ❍ Disminución en ventas y lanzamientos de vivienda
Crecimiento del PIB		**2,5%**	**2,1%**

Fuente: Elaboración propia.

año anterior, explicado por un incremento anual de 12,4% en los ingresos de remesas de trabajadores provenientes principalmente de Estados Unidos y España, países que en conjunto representaron el 68,3% del total de dichos ingresos.

El desbalance externo del primer trimestre fue financiado principalmente por Inversión Extranjera Directa (IED) y de portafolio, cuyas contribuciones fueron de USD 3.594 millones y USD 1.805 millones, respectivamente. Cabe destacar que los ingresos de la IED registraron un desempeño favorable al crecer a una tasa anual de 44,5% como resultado de los mayores aportes de capital dirigidos al sector eléctrico, correspondientes a los recursos provenientes de la venta de Isagén. Por otra parte, los flujos de IED dirigidos a la actividad minero - energética en el primer trimestre registraron una caída anual de 80%.

La expectativa que teníamos en Fedesarrollo en el mes de mayo era que el déficit en cuenta corriente para el año completo alcanzara 5,7% del PIB. Sin embargo, en los últimos meses se han materializado varios de los riesgos al alza con respecto a los supuestos que teníamos en nuestra proyección básica, en particular la recuperación de la cotización del petróleo frente a los niveles que se preveían en los primeros meses del año. El crecimiento económico interno, además, se ha desacelerado más allá de lo que preveíamos, con lo cual las importaciones se están contrayendo de manera drástica. Ante este nuevo contexto, Fedesarrollo espera que el déficit de la cuenta corriente se reduzca en mayor grado de lo que esperábamos en mayo y se ubique para el año completo 2016 en 5,2% del PIB (Cuadro 3).

En el escenario base esperamos que para 2017 y el mediano plazo se dé una reducción adicional del déficit de cuenta corriente, conforme mejore la balanza comercial. Lo anterior debido a una moderada recuperación de los precios de los productos básicos (principalmente carbón y petróleo) y a un mayor dinamismo de las exportaciones no tradicionales. La recuperación gradual de los precios internacionales de los *commodities*, junto con un mayor dinamismo de la economía mundial, llevarían a que las exportaciones se recuperaran y por consiguiente, la balanza de bienes. Adicionalmente, en línea con un mayor crecimiento de Estados Unidos y de la Unión Europea, esperamos un aumento de las remesas provenientes de estos países, lo cual se refleja en el componente de transferencias de la cuenta corriente.

Cuadro 3
CUENTA CORRIENTE DE LA BALANZA DE PAGOS EN EL ESCENARIO BASE (Miles de millones de dólares)

	2014	2015	2016	2017
Bienes	-4,6	-13,9	-10,7	-10,2
Exportaciones	56,9	38,1	31,1	32,8
Importaciones	61,5	52,0	41,8	43,1
Servicios	-6,7	-4,1	-3,6	-3,5
Renta de factores	-12,5	-5,8	-5,6	-5,6
Transferencias	4,4	5,1	5,5	5,5
Cuenta corriente	-19,5	-18,8	-14,4	-13,8
% del PIB	-5,1	-6,4	-5,2	-4,7

Fuente: Banco de la República y Modelo de Balanza de Pagos de Fedesarrollo.

Pese a la mejora esperada en balance externo de este año, es importante destacar que el financiamiento de la cuenta corriente sigue posicionándose como un tema preocupante. En años anteriores, los flujos de IED y de portafolio financiaron el exceso de gasto del país. Sin embargo, el nuevo panorama mundial hace difícil sustentar estas mismas fuentes. Adicionalmente, el pasado 22 de julio *Fitch Ratings* se unió a la decisión de principios de año de la calificadora *Standard & Poor's* y redujo de estable a negativa la perspectiva frente a la calificación de Colombia. Pocos días después *Moody´s* hizo un movimiento

en la misma dirección al bajar la perspectiva correspondiente para el sector financiero. Estas noticias ratifican la urgencia que viene planteando Fedesarrollo sobre una reforma tributaria de amplio alcance que garantice la sostenibilidad de las cuentas fiscales y el cumplimiento de la regla fiscal, para mantener el grado de inversión, la confianza internacional en el país y conservar el acceso a los mercados internacionales.

Inflación y política monetaria

Desde el segundo semestre de 2015, el ritmo de crecimiento de los precios al consumidor manifestó una fuerte tendencia alcista que llevó la inflación hasta 9% en julio de 2016. Ese aumento se debió fundamentalmente a presiones en el componente de alimentos, el aumento en los precios de los bienes y servicios transables y el efecto de la indexación sobre los precios de los bienes y servicios no transables. Tras la normalización de la situación climática generada por el fenómeno de El Niño y el fin del paro camionero que afectó la oferta de alimentos en junio y julio, el nivel de precios registró en agosto una notable corrección y la inflación se ubicó en 8,1%, con lo cual retomó una senda a la baja luego del máximo histórico alcanzado en el mes anterior.

La corrección de la inflación en agosto se debió principalmente al comportamiento de los precios de los alimentos, respaldado por un fuerte retroceso del componente perecedero, el cual pasó de crecer a tasas anuales de 39,6% en julio a 22,6% en agosto. Por su parte, los alimentos procesados - con un alto origen importado o con una participación importante de insumos de procedencia extranjera - se mantuvieron estables en un nivel de 13,1% en agosto.

A su vez, la inflación de los bienes y servicios transables en agosto se situó en 7,5%, lo que representa un aumento de 2,3 pps respecto al mismo mes del año anterior. No obstante, en los últimos dos meses se ha registrado una desaceleración en los precios de este componente, en línea con la apreciación observada de la moneda. Por otra parte, la inflación de los bienes no transables se mantuvo prácticamente inalterada frente a julio y se ubicó en 5,0%, 1 pp por encima del valor reportado en el mismo mes de 2015. El comportamiento de este rubro se ha visto afectado por los mecanismos de indexación en gastos básicos como las matrículas de educación y pensiones, así como en los dirigidos a arrendamiento.

Finalmente, en los dos últimos meses se ha registrado una tendencia a la baja en la inflación de los precios de los regulados, que en agosto se ubicó en 6,1%, 0,3 pps por debajo del porcentaje registrado en el mes anterior. La desaceleración en los precios de este componente se debe a un ajuste en el rubro del gas, como resultado nuevamente del menor nivel de la tasa de cambio, a la cual está indexado, y de una menor demanda por parte de las termoeléctricas tras la normalización de las condiciones climáticas. Bajo este contexto, proyectamos que la inflación cerrará en 6,7% a finales de 2016, lo que implica que el proceso de ajuste seguirá siendo sustancial en los próximos meses, liderado especialmente por el componente de alimentos, para el cual proyectamos una inflación de 9,7% al cierre del año en nuestro escenario base (Cuadro 4).

Por otra parte, nuestra proyección de inflación para 2017 es de 4,3%, superior al 4,0% que preveíamos hace unos meses. Esto implica que en 2017 se estaría incumpliendo por tercer año consecutivo la meta establecida por el Banco de la República, lo cual ya no podría explicarse de manera directa por la depreciación del peso o por los problemas de oferta de los alimentos sino como consecuencia de una mayor presión de los mecanismos de indexación sobre los precios de los bienes y servicios

no transables y sobre el conjunto de la canasta familiar. En este contexto será particularmente importante la actuación de la Junta Directiva del Banco de la República para mantener la credibilidad en que la inflación convergerá en el mediano plazo. Por esa misma razón, en el escenario base Fedesarrollo estima que la tasa de interés de intervención se mantendrá en el nivel actual de 7,75% hasta que las expectativas de inflación a un año vuelvan a ubicarse al interior del rango meta de la autoridad monetaria. Una vez eso suceda, probablemente hacia mediados del 2017, las tasas de interés de política bajarían hasta terminar ese año en un nivel del orden de 7,0%.

Ciertamente nuestra proyección sobre las tasas de interés del Banco de la República implica que el proceso de reducción en esas tasas sería considerablemente más lento de lo que están solicitando algunos gremios y medios de comunicación. Vale la pena destacar sin embargo, que ello no solo sería necesario para que el proceso de reducción de la inflación se produzca en la forma prevista en nuestro escenario base sino, por la misma razón, para garantizar que la reducción en las tasas de interés de política sea sostenible.

Afortunadamente la política antiinflacionaria del Banco tiene hoy un alto grado de credibilidad, que se refleja en que las tasas de largo plazo son incluso inferiores a las tasas de intervención a un día. En efecto, mientras la tasa de política (para repos a los bancos con un día de plazo) está en 7,75% anual, las tasas de los TES a cinco o diez años se ubican en el mercado por debajo de 7,5% anual, gracias a la confianza en que la inflación se reducirá de manera sostenible en los próximos años. Son estas últimas tasas de interés - las de largo plazo - las que afectan de manera más directa los negocios y los costos de financiamiento del gobierno. Paradójicamente, una reducción prematura de las tasas de intervención del Banco de la República podría afectar la confianza en la política antiinflacionaria y terminar aumentando las tasas de largo plazo. En esa eventualidad terminaríamos en el peor de los escenarios, con una inflación estancada en niveles altos y con tasas de interés de largo plazo mayores a las que hoy estamos observando, lo cual acarrearía efectos dañinos sobre la actividad productiva y el empleo. En coyunturas como la actual resulta de particular importancia que la autoridad monetaria actúe con firmeza y con la conciencia de que las implicaciones más importantes de sus decisiones son las que veremos en uno o dos años, y no las que puedan intuirse para el próximo trimestre.

Cuadro 4

PRONÓSTICO VARIABLES MONETARIAS EN EL ESCENARIO BASE (%)

	2014	2015	2016	2017
Inflación	3,7	6,8	6,7	4,3
Inflación de alimentos	4,7	10,8	9,7	4,0
Inflación bienes transables	2,0	7,1	6,5	4,5
Inflación bienes no transables	3,4	4,2	4,5	4,5
Tasa repo cierre del año	4,50	5,75	7,75	7,00
DTF	4,34	5,24	8,00	7,25

Fuente: Banco de la República y Modelo Monetario de Fedesarrollo.

Actividad productiva

En línea con el pronóstico de Fedesarrollo, el crecimiento de la economía colombiana en el segundo trimestre de 2016 fue de 2,0% 1,1 puntos porcentuales por debajo del mismo periodo de 2015. Los sectores que impulsaron dicha expansión fueron la industria manufacturera (6,0%), establecimientos financieros (4,6%) y servicios sociales (2,3%). Por otro lado, los sectores con el peor desempeño fueron explotación de minas y canteras (-7,1%), servicios públicos (-0,8%) y agricultura (-0,1%).

Los establecimientos financieros crecieron como resultado de una expansión de los servicios de intermediación financiera (10,1%), actividades inmobiliarias y alquiler de vivienda (3,1%) y los servicios prestados a las empresas (1,3%).

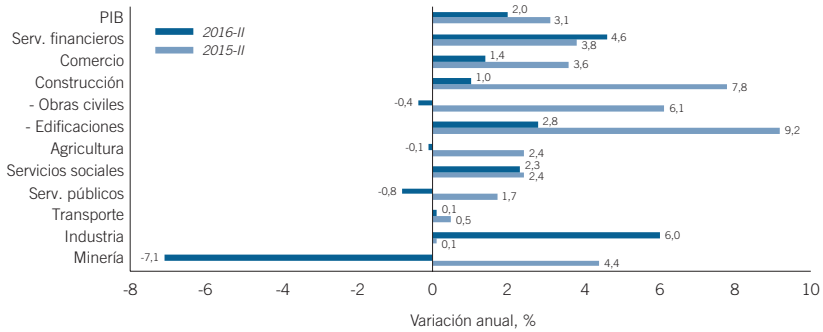
Durante el segundo trimestre de 2016 el consumo total registró una variación de 2,5% respecto al mismo trimestre del año anterior. Por su lado, el consumo de hogares aumentó en 2,7%, por debajo del 3,8% del año anterior.

Por su parte, la inversión total se desaceleró fuertemente, explicado por el detrimento anual en la inversión en equipo de transporte (-6,9%).

Las exportaciones presentaron una variación anual de 3,6% respecto al segundo trimestre de 2015 y las importaciones crecieron 0,7%.

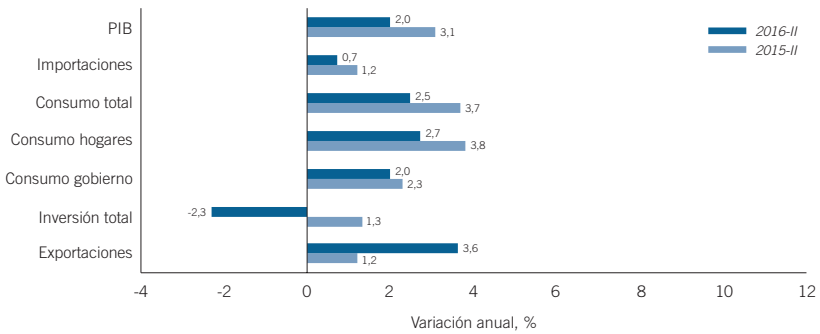
El Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) registró una variación anual de 1,0% en junio de 2016 y se mantuvo en niveles significativamente inferiores a los del primer trimestre del año. Respecto al mismo mes de 2015, este resultado es inferior en 2,0 puntos porcentuales (pps).

Gráfico 1. Crecimiento del PIB por sectores de actividad productiva



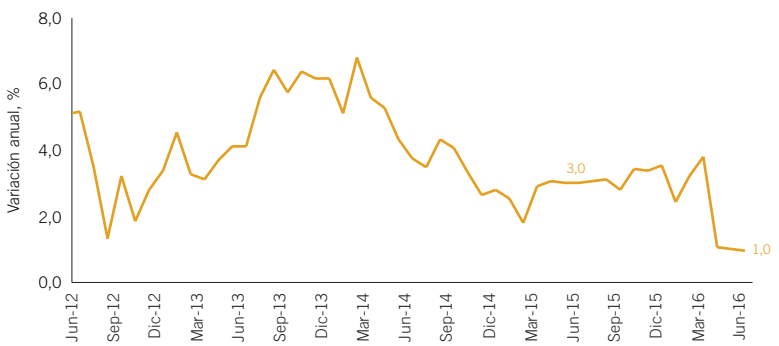
Fuente: DANE.

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



Fuente: DANE.

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



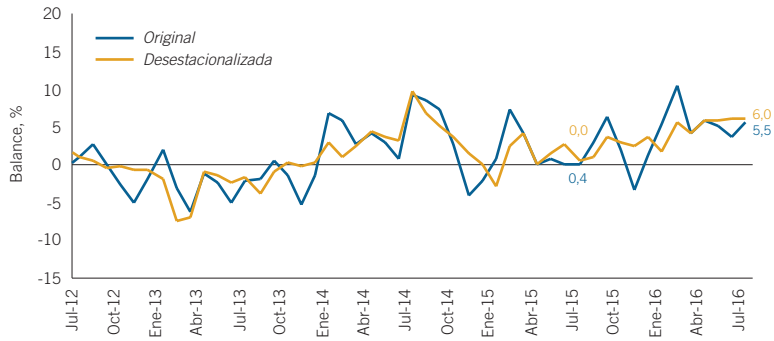
* Serie desestacionalizada.
Fuente: DANE.

* La elaboración de esta sección contó con la asistencia de Natalia Navarrete.

Gráfico 4. Índice de Confianza Industrial *(ICI)*

De acuerdo con los resultados de la más reciente medición de la Encuesta de Opinión Empresarial (EOE), en julio el Índice de Confianza Industrial (ICI) se ubicó en 5,5%, lo que representa un aumento de 5,5 puntos porcentuales (pps) respecto al mismo mes de 2015

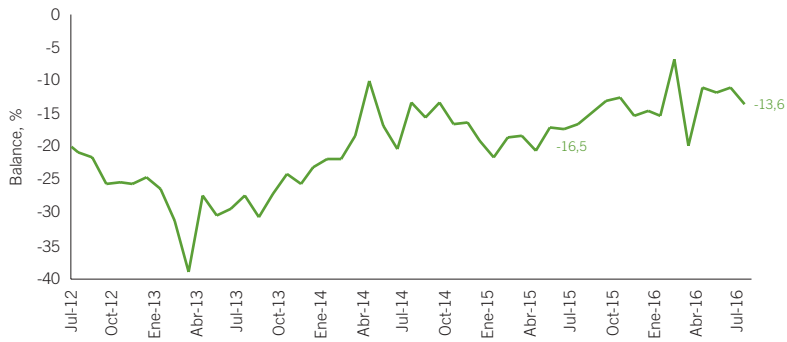
El incremento en la confianza industrial frente a julio de 2015 obedece a una mejora en los indicadores de volumen de pedidos y de expectativas, que lograron compensar el deterioro en el componente de existencias.



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

Gráfico 5. Volumen de pedidos en la industria *(Serie desestacionalizada)*

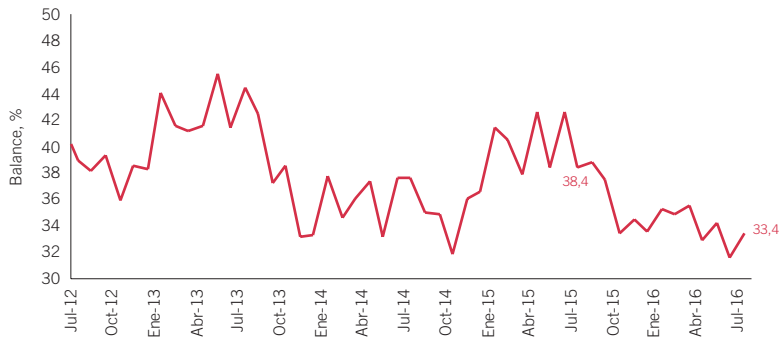
En la medición de julio de la EOE el indicador del volumen actual de pedidos en la industria registró un balance de -13,6 %, evidenciando un aumento de 2,9 pps respecto al mismo mes del año anterior y una reducción de 2,7 pps frente a junio de 2016.



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

Gráfico 6. Suficiencia de la capacidad instalada en la industria

El indicador de suficiencia de capacidad instalada presentó una disminución de 11,6 pps en relación al mismo mes de 2015, indicando una mayor utilización de dicha capacidad. Con respecto al mes de junio, el indicador mostró un aumento de 1,9 pps.

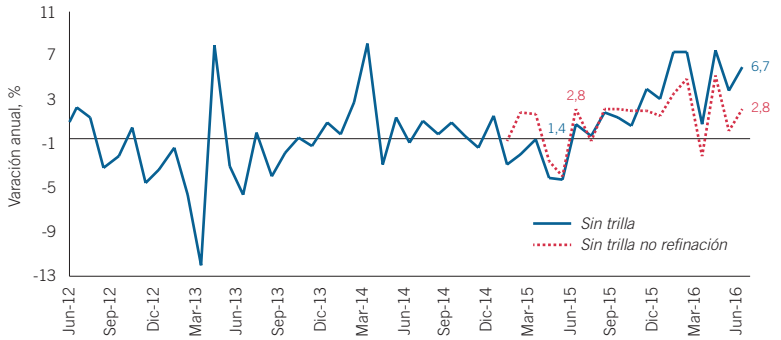


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 7. Índice de Producción Industrial sin trilla de café *(IPI)*

El Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café registró una variación real de 6,7% en junio, lo que representa un incremento de 5,3 pps respecto al mismo mes del 2015. Al excluir refinación de petróleo el crecimiento del IPI fue de 2,8%

Los sectores que más contribuyeron de forma positiva al crecimiento de la producción industrial fueron: coquización, refinación de petróleo y mezcla de combustibles (4,3 pps), elaboración de bebidas (1,3 pps) y fabricación de productos elaborados de metal (0,3 pps).

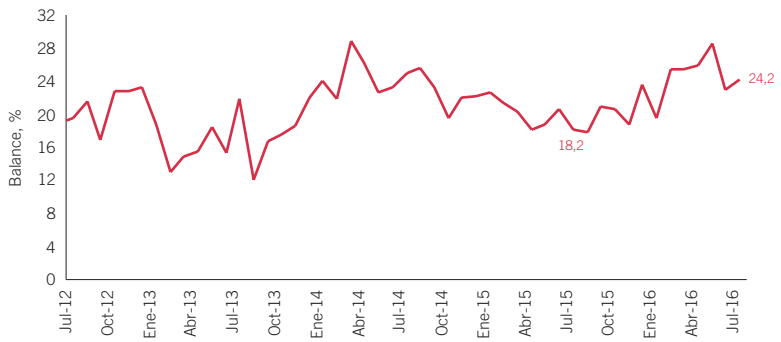


Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 8. Índice de Confianza Comercial *(ICCO)*

En julio, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) se ubicó en 24,2%, lo que representa un aumento de 1,4 pps respecto al mes anterior y de 6,0 pps frente a julio de 2015.

La mejora en la confianza de los comerciantes respecto a julio de 2015 obedece a un comportamiento favorable de todos los componentes, particularmente a un aumento de 5,9 pps en las expectativas y una caída de 6,5 pps en el nivel de existencias.

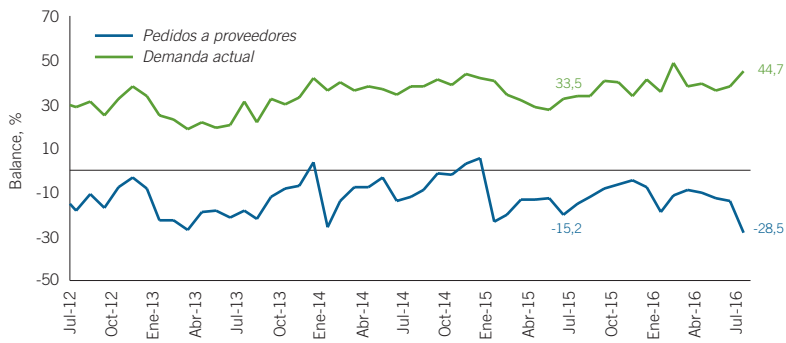


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Gráfico 9. Evolución de los pedidos y la demanda en el comercio

En la medición de julio, el indicador de demanda actual del sector comercio registró un balance de 44,7%, 11,2 pps por encima del valor observado en el mismo mes de 2015.

Por su parte, el indicador de pedidos a proveedores se ubicó en -28,5% lo que representa una disminución de 13,3 pps con relación al mismo mes del año anterior.

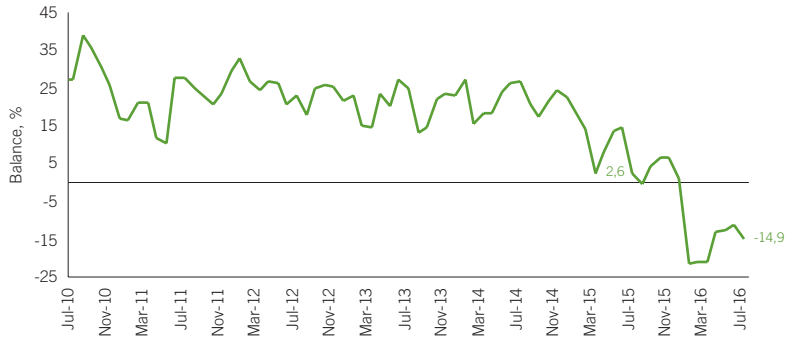


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinion Empresarial (EOE).

En julio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) registró un balance de -14,9% lo que representa una caída de 17,5 pps respecto a julio de 2015. Con el resultado de este mes, la confianza de los consumidores revirtió parcialmente la tendencia ascendente de los últimos cinco meses.

El deterioro de la confianza respecto a junio obedece a una caída en el componente de condiciones económicas, mientras que el indicador de expectativas se mantuvo prácticamente inalterado. Con relación a julio de 2015, ambos componentes presentaron una fuerte contracción.

Gráfico 10. Índice de Confianza del Consumidor *(ICC)*

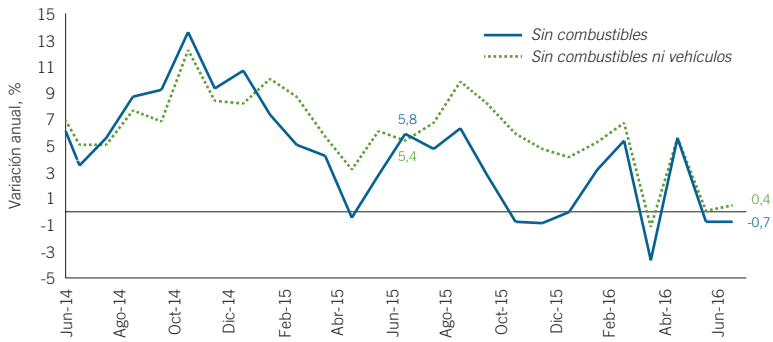


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinion del Consumidor (EOC).

En junio las ventas del comercio al por menor tuvieron una reducción de 0,7% en términos reales respecto al mismo mes de 2015. Excluyendo las ventas de combustibles y vehículos, el crecimiento real del comercio minorista se ubicó en 0,4%.

Las principales contribuciones negativas a la variación total de las ventas en el mes provinieron de las líneas de vehículos automotores y motocicletas; electrodomésticos muebles para el hogar y equipo de informática y productos de aseo personal.

Gráfico 11. Ventas del comercio al por menor

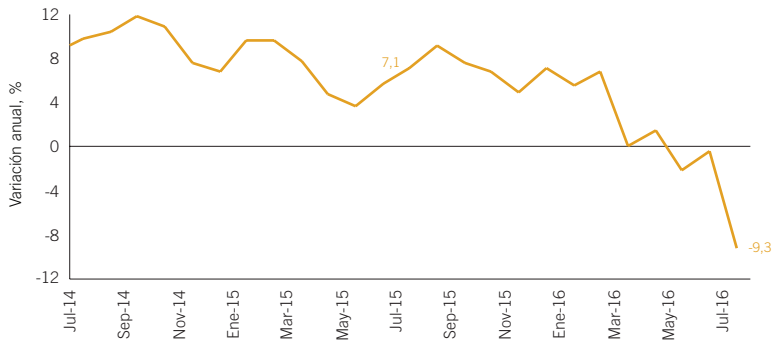


Fuente: DANE.

En el promedio móvil mayo-julio los despachos de cemento gris registraron una contracción anual de -9,3%, menor en 16,3 pps respecto a la variación del mismo trimestre de 2015.

Desagregando por canal de distribución, el detrimento de los despachos de cemento se explica principalmente por un mal desempeño en los canales de comercialización y de constructoras y contratistas, los cuales contribuyeron en -12,1 pps a dicha reducción.

Gráfico 12. Despachos de cemento gris*

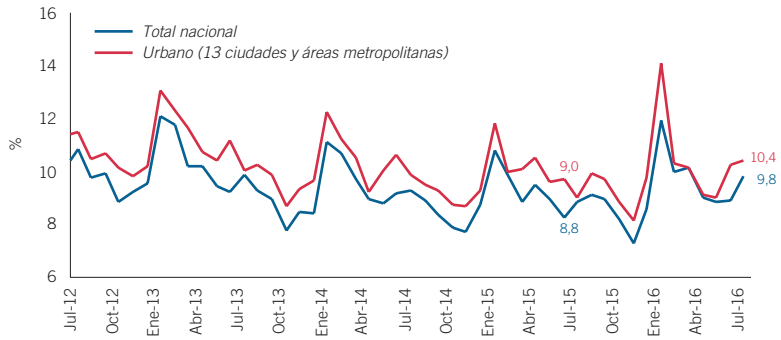


* Promedio móvil tres meses.
Fuente: DANE.

Gráfico 13. Tasa de desempleo

El desempleo se situó en 9,8% en el mes de julio, un aumento de 1,0 punto porcentual (pps) respecto al mismo mes de 2015.

Para las 13 ciudades principales la tasa de desempleo en el mes de julio se situó en 10,4%. Dicha cifra representa un incremento de 1,4 pps respecto al dato de julio del año anterior.

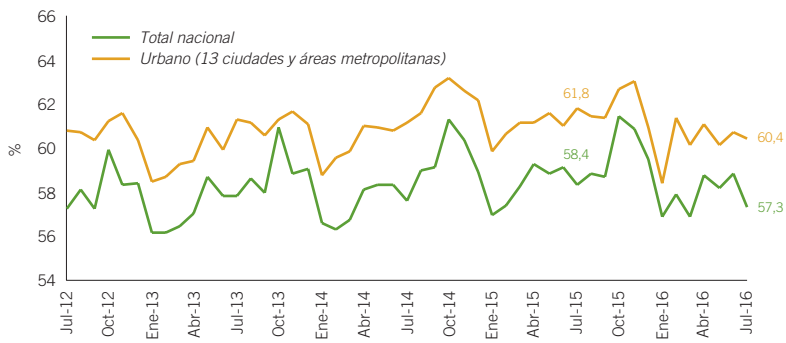


Fuente: DANE.

Gráfico 14. Tasa de ocupación

En julio, la tasa de ocupación (TO) presentó una disminución de 1,1 pps, situándose en 57,3%, que corresponde a un aumento de 1,4% en la PET.

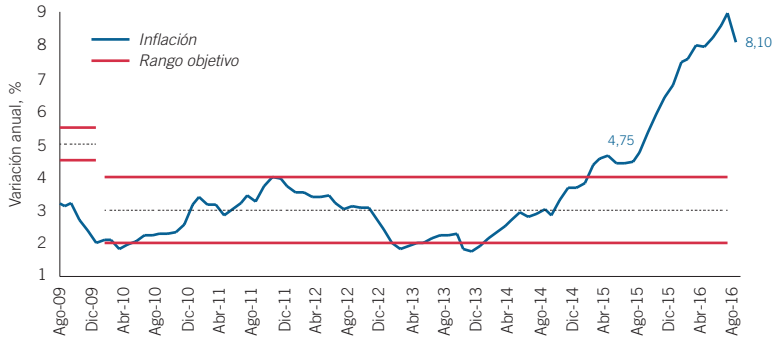
Así mismo, la tasa de ocupación para las 13 ciudades principales presentó una reducción de 1,4 pps frente al mismo mes de 2015, ubicándose en 60,4%.



Fuente: DANE.

Gráfico 15. Inflación y rango objetivo del Banco de la República

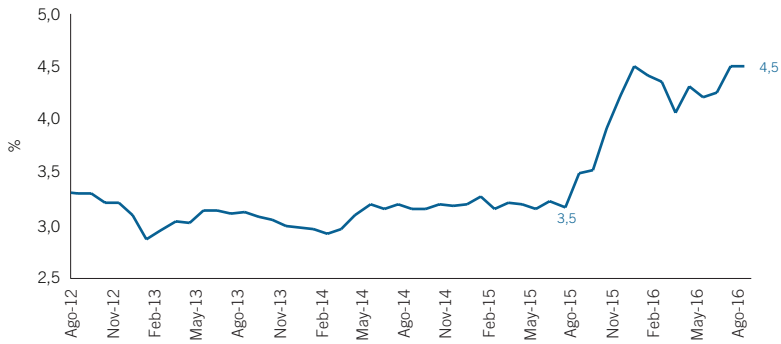
En agosto el índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación anual de 8,10%, lo que representa una caída de 0,87 pps frente al mes anterior, pero un incremento de 3,36 pps respecto al mismo mes de 2015. En este mes la variación mensual fue de -0,32%, significativamente por debajo de la expectativa de la encuesta mensual del Banco de la República (0,20%).



Fuente: DANE y Banco de la República.

Gráfico 16. Expectativas de inflación*

En agosto, las expectativas de inflación de los analistas encuestados por el Banco de la República para una perspectiva de 12 meses se ubicaron en 4,50%, siendo éste el mismo dato del mes anterior.

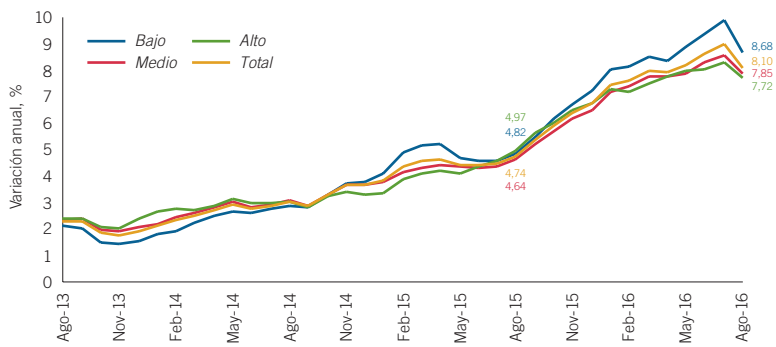


*Respuesta mediana 12 meses adelante.
Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

Gráfico 17. Inflación por nivel de ingreso

Al observar la inflación por nivel de ingreso, en agosto se presentó una reducción importante en todas las canastas de consumo respecto al mes de julio. Sin embargo, la inflación para todos los niveles de ingreso aún se encuentra muy por encima de los niveles del mismo mes de 2015.

En todos los niveles de ingreso se revirtió la tendencia alcista observada desde finales del 2015. La población con ingresos bajos tuvo una disminución de 12,4 pps respecto al mes pasado, mientras que en la población con ingresos altos se dio una reducción de 6,7%.

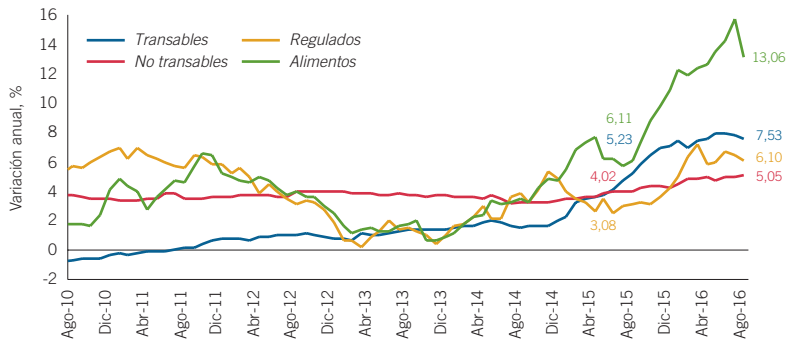


Fuente: DANE.

Gráfico 18. Inflación por componentes

En agosto, el componente de alimentos tuvo una variación mensual de -1,54%, que implica un incremento anual de 13,06%. Por otro lado, la inflación de bienes no transables fue de 5,05% con un incremento de 0,03 pps por encima del valor observado en el mes de julio.

La inflación de bienes regulados tuvo una reducción de 0,30 pps respecto al mes pasado. Así mismo, la de bienes transables disminuyó, ubicándose 0,33 pps por debajo del dato de julio.

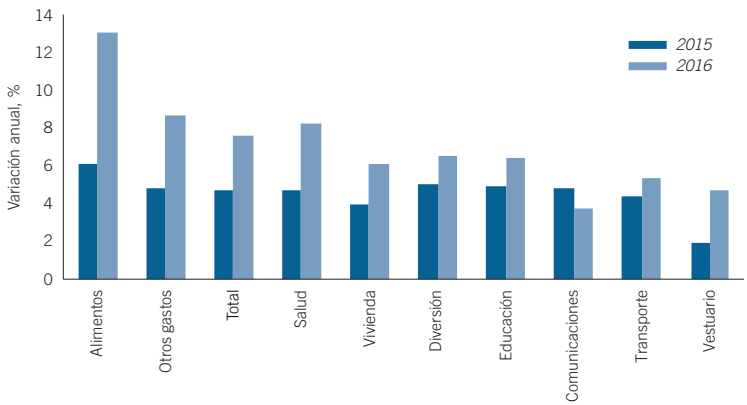


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 19. Inflación por grupos de gasto con corte a agosto

Al observar la inflación por tipo de gasto sobresalen los incrementos en los precios asociados a alimentos y otros gastos, con variaciones superiores en 7,0 y 3,9 pps respectivamente frente a las del mismo mes de 2015.

Los rubros que presentaron la mayor contribución al crecimiento anual del IPC en agosto fueron alimentos (3,75 pps), vivienda (1,9 pps) y transporte (0,78 pps).

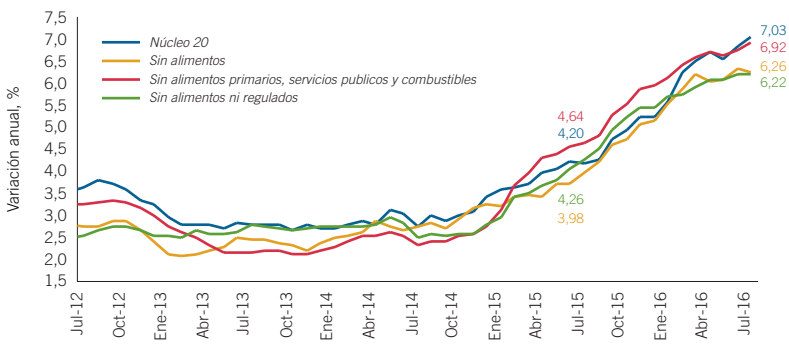


Fuente: DANE.

Gráfico 20. Medidas de inflación básica

En julio, la inflación promedio de las cuatro medidas de inflación básica fue de 6,61%, lo que representa un incremento de 0,08 pps frente al mes anterior y de 2,34 pps respecto al mismo mes de 2015.

La inflación del IPC núcleo 20 exhibió la aceleración más pronunciada en el mes de julio con un incremento de 0,21 pps respecto al mes anterior. Por su parte, la inflación sin alimentos presentó un incremento mensual de 0,25 pps y se ubicó en 6,26%.

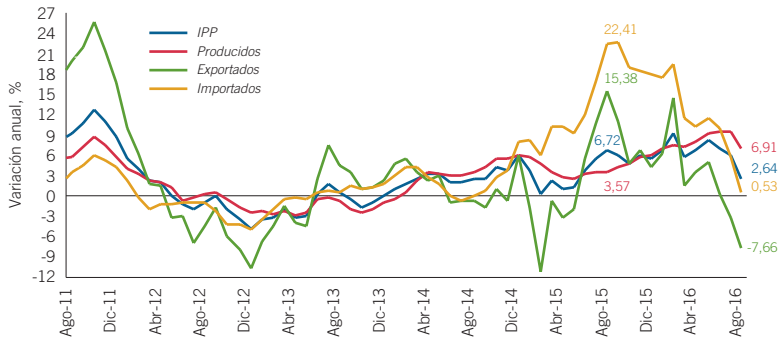


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 21. Índice de Precios al Productor

El índice de Precios del Productor (IPP) registró un crecimiento anual de 2,64% en agosto, lo que representa una caída de 3,27 pps respecto al mes anterior, y de 4,07 pps frente al mismo mes de 2015.

De acuerdo con la procedencia de los bienes, la desaceleración en el IPP frente a agosto de 2015 se explica principalmente por los precios de los de los bienes exportados, que tuvieron una disminución de 7,6% en los últimos 12 meses.

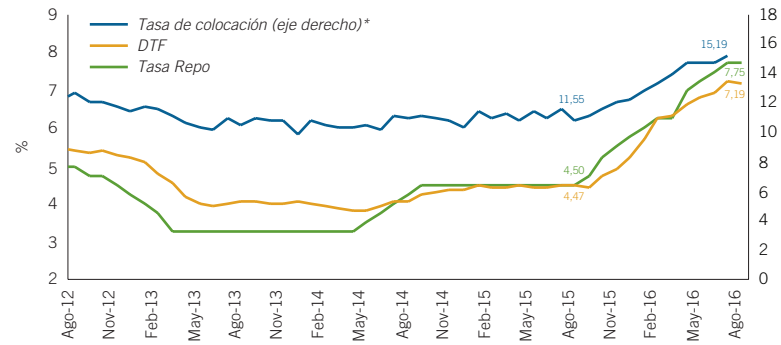


Fuente: DANE.

Gráfico 22. Tasas de interés

Durante la reunión del 31 de agosto la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la tasa de interés de intervención estable en 7,75%.

Por otro lado, la tasa de captación DTF se redujo de 7,26% en julio de 2016 a 7,19% en agosto de este año. La tasa promedio de colocación reportó un aumento mensual de 0,5 pps en julio.

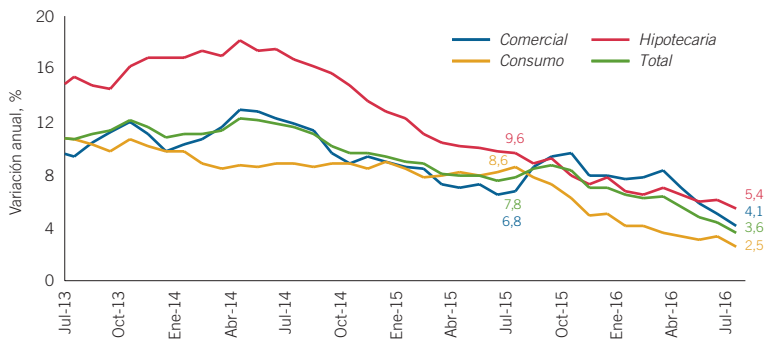


* La tasa de colocación incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.
Fuente: Banco de la República.

Gráfico 23. Cartera real por tipo de crédito

Durante julio, la cartera total mostró una variación real de 3.6%, 4,2 pps por debajo del crecimiento observado durante el mismo mes de 2015.

La disminución de la cartera de crédito se explica en mayor medida por la desaceleración en los créditos comerciales y de consumo cuya tasa de crecimiento se ha reducido en 2,6 pps y 6,0 pps respectivamente en los últimos 12 meses.

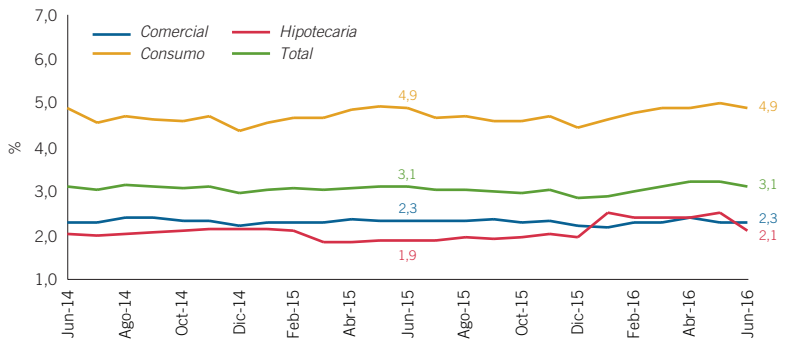


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

Gráfico 24. Evolución de la cartera de crédito vencida por tipo de crédito*

El indicador de calidad de la cartera de crédito en junio se ubicó en 3,1%, presentando una reducción de 0,1 pps respecto a mayo de este año y situándose en el mismo nivel observado en junio de 2015.

Al desagregar por modalidad de crédito sobresale la mejoría en la calidad de la cartera hipotecaria durante este mes, con una reducción en el indicador de cartera vencida de 0,4 pps frente a mayo.

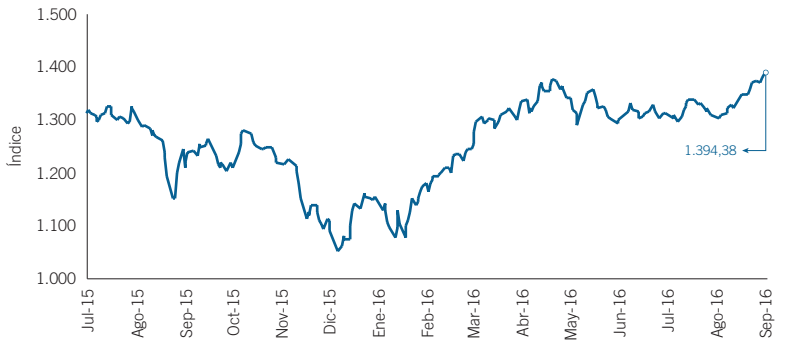


* Calidad medida como la proporción de la cartera vencida sobre la total.
Fuente: Superintendencia Financiera.

Gráfico 25. Índice COLCAP

El índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia cerró el pasado 2 de septiembre en 1.394,4 puntos, con una valorización del 14,4% en lo corrido del año.

El índice muestra una recuperación respecto a su nivel un mes atrás. Las acciones más valorizadas al cierre de la semana pasada fueron: Enka, ETB y Cemex Latam, mientras que, las acciones más desvalorizadas fueron Canacol, Carvajal Empaques y Pfcorficol.

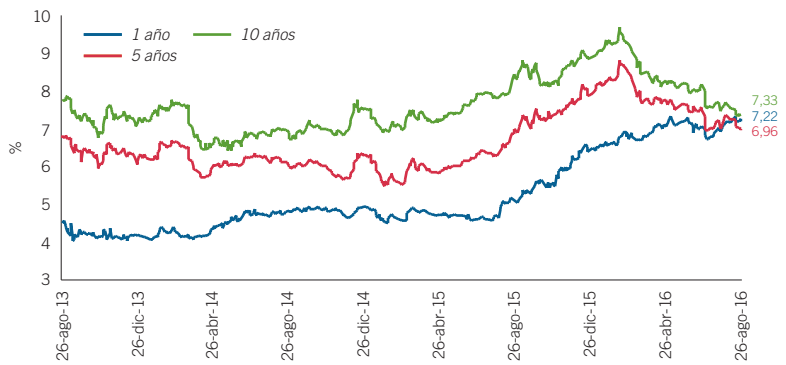


Fuente: Bloomberg.

Gráfico 26. Tasas de interés de títulos TES

El 26 de agosto, la tasa de los TES 2024 se ubicó en 7,24%, una caída de 4 pbs frente al observado un mes atrás, pero 39 pbs por encima de la tasa a la que se negociaban hace un año.

Frente a los niveles observados hace un mes, las tasas de los TES a 5 y 10 años cayeron 16 pbs y 25 pbs, respectivamente. Por su parte, en dicho periodo las tasas de los TES a 1 año aumentaron en 20 pbs.

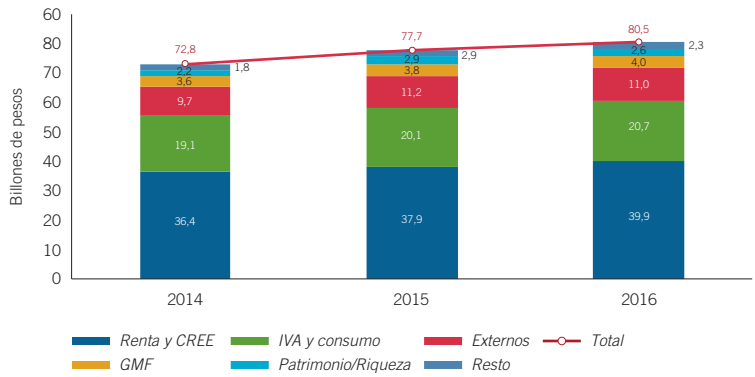


Fuente: Banco de la República.

Entre enero y junio de 2016 el recaudo tributario fue de 80,5 billones de pesos, equivalente a un aumento nominal del 3,7% en comparación con el mismo periodo de 2015. Este crecimiento es inferior a la meta anual del gobierno (5,0%).

En lo corrido del año sobresale la contracción en el recaudo de los impuestos de patrimonio y riqueza (-8,8%), considerablemente inferior al crecimiento de 30,1% registrado un año atrás. Lo anterior está en línea con la reducción en la tarifa que se debe pagar.

Gráfico 27. Recaudo tributario por tipo de impuesto *(Enero-junio)*

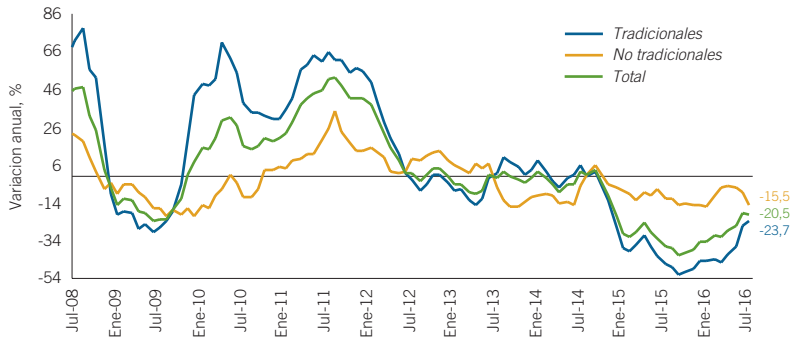


Fuente: DIAN.

Gráfico 28. Exportaciones tradicionales y no tradicionales*

En el promedio móvil mayo-julio las exportaciones totales registraron una variación de -20,5% con respecto al mismo trimestre del año anterior. Por su parte, las exportaciones tradicionales tuvieron una caída anual de 23,7%, principalmente por un dinamismo desfavorable en las ventas de combustibles y productos de industrias extractivas durante ese trimestre.

Las exportaciones no tradicionales, por su parte, registraron una caída interanual de 15,5% durante el promedio móvil mayo-julio.

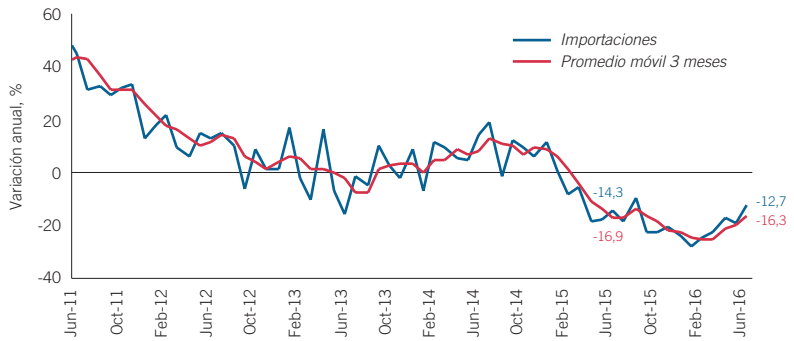


* Variación anual de las exportaciones tradicionales y no tradicionales en promedios móviles a tres meses.
Fuente: DANE.

Gráfico 29. Importaciones *(Valor CIF)*

En junio, las importaciones en dólares CIF registraron una contracción de 12,7% con relación al mismo mes de 2015.

La disminución de las importaciones obedeció principalmente a una caída del 14,8% en las importaciones de manufacturas y de 14,3% en el grupo de combustibles y productos de la industria extractiva. Según su uso económico, la caída en el mes de junio corresponde especialmente a una disminución de 21,8% en los bienes de capital y materiales de construcción.

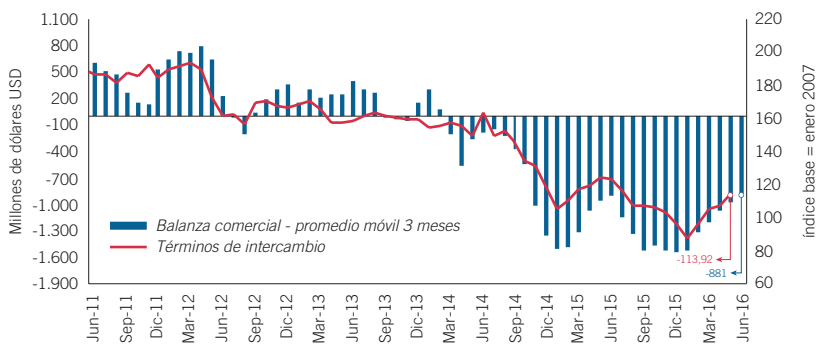


Fuente: DANE.

Gráfico 30. Evolución de la balanza comercial y los términos de intercambio *(enero 2007 = 100)*

En el trimestre móvil abril-junio el déficit comercial fue de USD 880,8 millones FOB, inferior en USD 30,0 millones al registrado en el mismo periodo del año anterior.

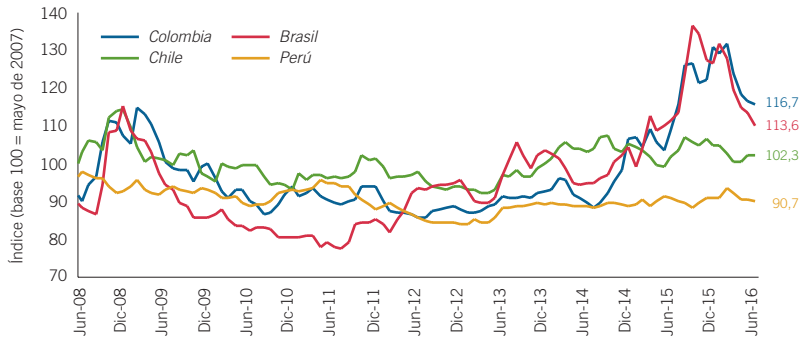
El déficit en la balanza comercial obedece a una mayor contracción de las exportaciones (-15,4%) frente a la disminución del valor de las importaciones (-12,6%).



Fuente: Banco de la República - DANE.

Gráfico 31. Tasa de cambio real de Colombia, Chile, Brasil y Perú *(base mayo 2007 = 100)*

Durante lo corrido del año a junio las tasas de cambio de las economías más relevantes de América Latina han evidenciado tendencias a la baja. Por un lado, Colombia y Brasil presentan apreciaciones reales en sus tasas de cambio de 10,5% y 16,4% respectivamente. La tasa de cambio real de Chile cayó 2,2% y la de Perú 0,6%, en menor medida que sus países vecinos.

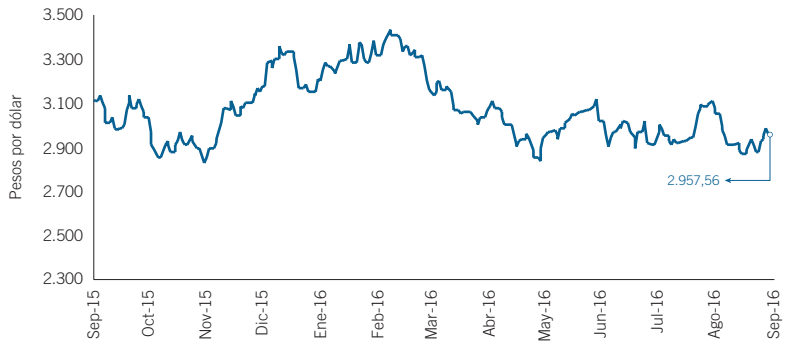


Fuente: Banco de la República, Banco Central de Brasil, Banco de Chile, Banco Central de la Reserva de Perú.

Gráfico 32. Comportamiento del tipo de cambio

Durante el mes de agosto el promedio de la tasa de cambio se ubicó en $ 2.963,82 pesos por dólar, cerrando el mes en $2.933,82.

A lo largo del mes de agosto la tasa de cambio se apreció. En los primeros días de septiembre se observó depreciación pero esa tendencia se revirtió posteriormente.

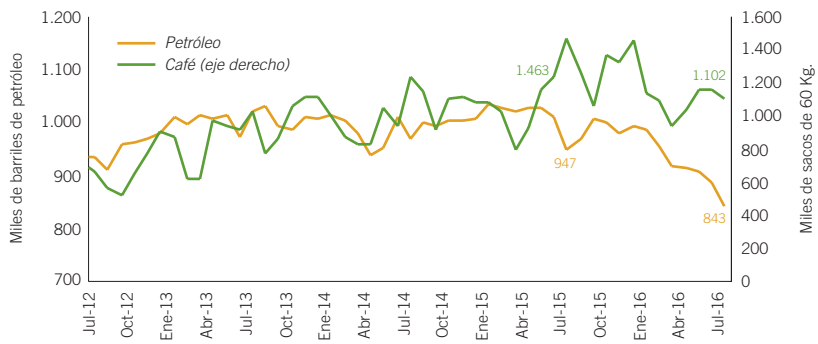


Fuente: Banco de la República.

Gráfico 33. Producción de café y petróleo

En julio del presente año, la producción de café alcanzó 1,1 millones de sacos de 60 kilos, lo que representa una caída del 25% frente al mismo mes del 2015. Lo anterior como consecuencia del paro camionero.

Por otra parte, la producción promedio de petróleo durante el mes de julio fue de 843 mil barriles por día, presentando una disminución de 5,15% respecto al mes anterior.



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

CALENDARIO ECONÓMICO
Septiembre 2016*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
			1	2 Tasa de desempleo Estados Unidos Exportaciones Índice de Precios del Productor (IPP)
5 Índice de Precios al Consumidor (IPC) PIB por oferta y demanda	6	7	8 Balanza Comercial de China Mercado Laboral: Informalidad y juventud	9
12	13	14	15 Encuesta Mensual Manufacturera Encuesta Mensual de Comercio al por Menor	16 Importaciones Licencias de construcción Encuesta de Opiniónal Consumidor (EOC) Índice de Precios al Consumidor de EE.UU
19	20	21 Decisión sobre la tasa de interes de Estados Unidos	22 Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)	23
26 Encuesta de Opinión Financiera (EOF)	27	28	29	30 Reunión Junta Directiva del Banco de la República Exportaciones 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

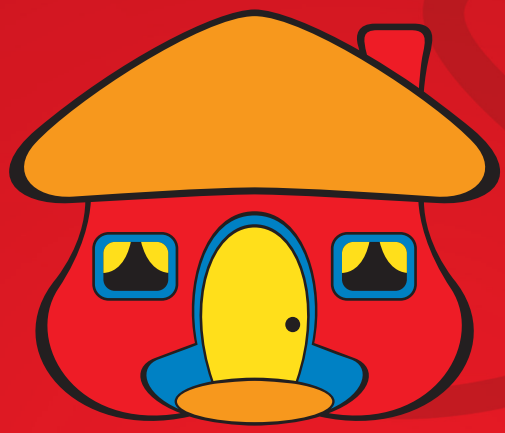
Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 340

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

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia

FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social



DAVIVIENDA

APOYAMOS
EL CRECIMIENTO
DEL PAÍS

Banco Davivienda S.A.

VIGILADO SUPERINTENDENCIA FINANCIERA DE COLOMBIA