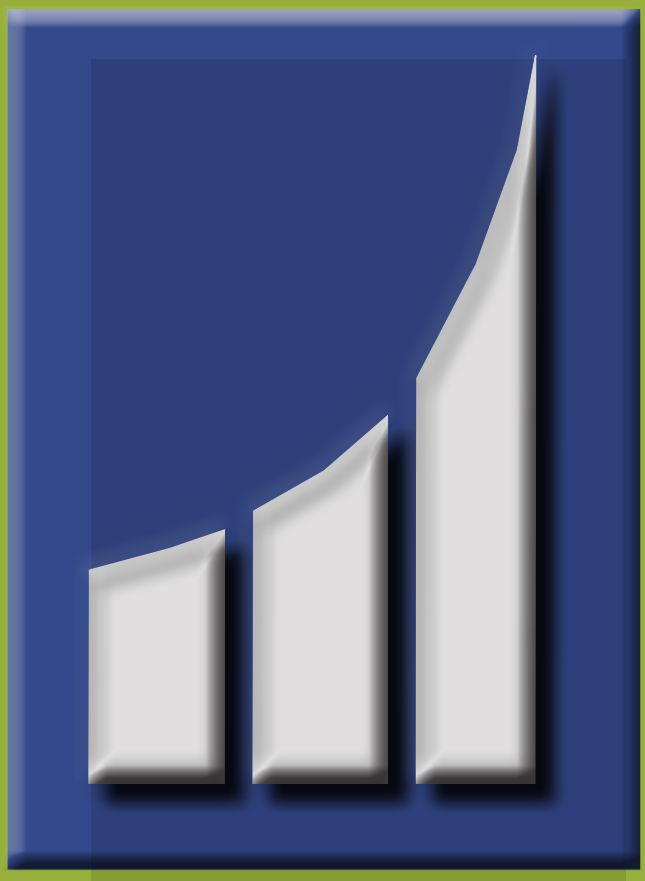
ISSN 1692-035X

Tendencia Económica

Informe Mensual de FEDESARROLLO

198



Editorial: Estado actual del nivel de reservas internacionales en Colombia

Actualidad: Comportamiento del peso colombiano en el marco de la reciente depreciación de las monedas emergentes

Coyuntura Macroeconómica

Tendencia Económica

Fecha de publicación:
Agosto 31 de 2019

Editores
Luis Fernando Mejía
Director Ejecutivo

Ximena Cadena
Subdirectora

Martha Elena Delgado
Directora de Análisis
Macroeconómico y Sectorial

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

Diseño, Diagramación y Artes
David L. Russi
david.russi@gmail.com

ISSN 1692-035X

FEDESARROLLO
Centro de Investigación Económica y Social

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
Estado actual del nivel de reservas internacionales en Colombia

2 Actualidad
Pág. 9
Comportamiento del peso colombiano en el marco de la reciente depreciación de las monedas emergentes

3 Coyuntura Macroeconómica
Pág. 14

Tendencia Económica se hace posible gracias al apoyo de:

DAVIVIENDA

Editorial: Estado actual del nivel de reservas internacionales en Colombia*

En los países emergentes, la acumulación de reservas internacionales se ha establecido como un importante mecanismo para mitigar los riesgos asociados a salidas o paradas súbitas en el flujo de capitales. Dadas las vulnerabilidades que enfrentan estas economías, especialmente a la hora de honrar su deuda denominada en moneda extranjera posterior a una fuerte depreciación, resulta pertinente evaluar el estado de las reservas internacionales en Colombia y Latinoamérica.

En Colombia el Banco de la República llevó a cabo un programa de acumulación de reservas desde septiembre de 2018 hasta mayo de 2019, cuyo propósito era prepararse para una posible reducción de la línea de crédito flexible otorgada por el Fondo Monetario Internacional. El objetivo de este Editorial es precisamente el de analizar el nivel de reservas internacionales del país en el contexto de una eventual reducción de dicha línea. Esta evaluación es aún más oportuna en la coyuntura actual, donde la percepción de riesgo de los países emergentes ha aumentado en medio de un panorama de desaceleración económica mundial e incertidumbre en el comercio internacional, incrementando el nerviosismo de los mercados de crédito mundiales.

Programa de Acumulación de Reservas

De acuerdo con el Fondo Monetario Internacional (FMI) las reservas internacionales de un país son aquellos "activos externos a disposición inmediata y bajo el control de las autoridades monetarias para satisfacer necesidades de financiamiento de la balanza de pagos, para intervenir en los mercados cambiarios a fin de influir sobre el tipo de cambio, y para otros fines conexos" (Manual de Balanza de Pagos, sexta edición). Un activo de reserva es líquido si el activo puede ser comprado y vendido a un costo mínimo de dinero y tiempo, sin que se afecte su valor. El concepto de activos de reserva se basa en las condiciones de control y disponibilidad por parte de las autoridades monetarias,

* Con la colaboración de Manuela Restrepo.

para que estas puedan utilizarlos de forma incondicional en caso de necesidad de financiamiento de la balanza de pagos u otros fines relacionados con condiciones adversas, por lo que deben ser de alta calidad.

En línea con lo anterior, en Colombia el Banco de la República es la entidad encargada de administrar las reservas internacionales del país, de acuerdo con el mandato de la Constitución Política de Colombia y el artículo 14 de la Ley 31 de 1992, en donde se estipula que esta institución debe manejar las reservas bajo los criterios de seguridad, liquidez y rentabilidad. La administración y acumulación de un nivel óptimo de reservas internacionales se fundamenta en un análisis de costo-beneficio, en donde el beneficio proviene de una menor probabilidad de crisis externa o una menor pérdida de producto o consumo asociada a dicha crisis, mientras el costo se ve determinado por la inversión de las reservas en activos de bajo riesgo y rentabilidad, comparados con otras opciones de uso, como el pago de deuda externa (Banco de la República, 2012).

Las reservas internacionales están conformadas por tres elementos. Primero, el portafolio de inversión, el cual representa la mayor parte de las reservas, y está constituido por instrumentos financieros en el mercado internacional y por el oro. Este portafolio se caracteriza por estar disponible para uso inmediato. Segundo, los aportes a entidades supranacionales como el FMI y el Fondo Latinoamericano de Reservas (FLAR), que permiten mantener el acceso de Colombia a sus líneas de crédito de contingencia. Por último, los convenios internacionales, que sirven para facilitar el comercio entre los países miembros. En particular, durante el primer trimestre de 2019, el 94,4% de los activos de reserva estaban invertidos en títulos de deuda[1], el 1,8% en derechos especiales de giro, y el 1,5% en oro monetario.

Desde 2009, Colombia cuenta con una línea de crédito flexible otorgada por el FMI. Este instrumento es concedido a países con marcos institucionales de política económica sólidos para mitigar y prevenir eventos adversos en el sector externo. Los países que tienen acceso a esta línea de crédito (actualmente México y Colombia) pueden usarla en cualquier momento dentro de un periodo determinado o la pueden utilizar como instrumento de precaución. En Colombia la línea de crédito flexible se ha renovado en seis ocasiones (2010, 2011, 2013, 2015, 2016 y 2018). Y la última vez se aprobaron cerca de 11.400 millones de dólares (Banco de la República, 2018).

Previendo una posible reducción de la actual línea de crédito, que se encuentra vigente hasta 2020, en septiembre 28 de 2018 la Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) decidió poner en marcha un programa de acumulación gradual de reservas internacionales. Dicho programa consiste en la subasta de opciones put, que son contratos que permiten que los participantes vendan dólares al Banco de la República, cuando se cumplan las condiciones de ejercicio. En este caso, la condición de ejercicio establece que se pueden efectuar las compras cuando la TRM vigente esté por debajo del promedio de los últimos veinte días hábiles, lo que previene que se compre en periodos de presión al alza de la tasa de cambio. Durante los ocho meses que estuvo activo el programa (octubre 2018-mayo 2019) se lograron acumular 1.878 millones de dólares, llegando a un total

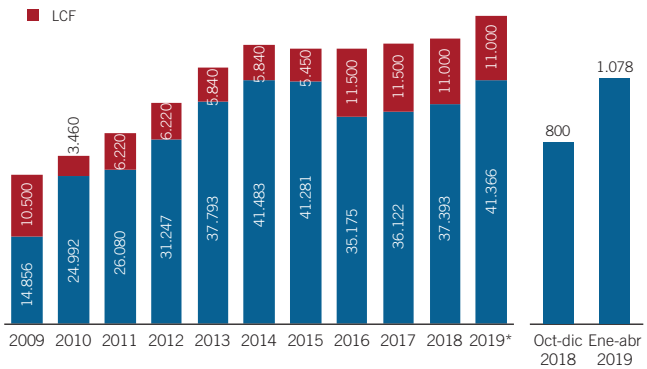
[1] Títulos de deuda hace parte del grupo de otros activos de reserva, que en su conjunto representan el 98,5% del total de los activos de reserva.

de reservas internacionales netas de 52.434 millones de dólares en junio de 2019 (Gráfico 1).

Gráfico 1.

Saldo de las reservas internacionales netas y proceso de acumulación

(Millones de Dólares)



Fuente: Banco de la República y Fondo Monetario Internacional.

*2019 corresponde al dato de lo corrido hasta julio.

El mecanismo (opciones put) mediante el cual se llevó a cabo el programa de acumulación de reservas buscaba minimizar el impacto sobre el mercado cambiario. Sin embargo, en la sesión de mayo de la JDBR se emitió un comunicado en el que se anunció la decisión de suspender el programa para evaluar su incidencia sobre la tasa de cambio, dada la reciente depreciación del peso colombiano. De acuerdo con el Gerente del Banco de la República (Valora Analitik, 2019), y con estudios recientes de esta entidad, la acumulación de reservas podría haber tenido un impacto de alrededor de 60 pesos sobre la tasa de cambio.

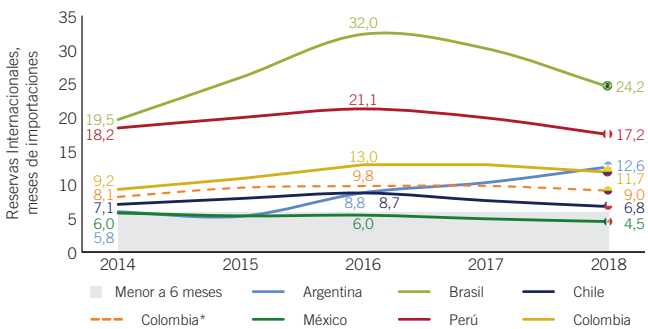
Indicadores de reservas internacionales

Un nivel adecuado de reservas internacionales sirve para proteger a la economía ante choques externos, que pueden transmitirse a través de la cuenta corriente o la cuenta de capitales. Los choques en la cuenta corriente se asocian a reducciones abruptas en las exportaciones que dificultan el financiamiento de las importaciones, mientras que los choques asociados a la cuenta de capitales provienen de las dificultades de acceder al financiamiento externo, una marcada reducción en la inversión extranjera o egresos de capital tanto de extranjeros como residentes, usualmente relacionados con una mayor percepción de riesgo sobre el país.

Con el fin de evaluar la vulnerabilidad de Colombia ante un choque en la cuenta corriente, se observa el tradicional índice de reservas internacionales como meses de importaciones. Se considera que los países cuentan con un nivel adecuado de reservas cuando este indicador es superior a seis meses (Fondo Monetario Internacional, 2011).

Gráfico 2.

Reservas internacionales, meses de importaciones



Nota: Colombia* en el total de las reservas se excluye la Línea de Crédito Flexible

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo.

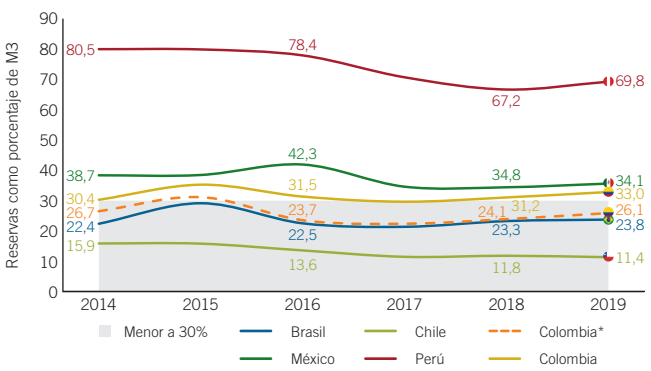
Frente una situación externa adversa, al cierre de 2018, Colombia podía pagar alrededor de 1 año de sus importaciones con el nivel actual de reservas, ubicándose por encima del valor de referencia mencionado. Pese a que este nivel se reduce al remover la línea de crédito flexible

de la contabilidad, el indicador continúa manteniéndose por encima del valor criterio. Al hacer una comparación con las principales economías de la región en ambos casos, pese a una ligera reducción del indicador entre 2016 y 2018, Colombia ha mantenido un desempeño intermedio y estable, por encima de México y Chile (Gráfico 2).

De manera complementaria, resulta aún más importante analizar la vulnerabilidad ante un choque en la cuenta de capitales, que es el que tiene una mayor probabilidad de ocurrencia en los países emergentes. Para ello, se analiza el indicador de reservas como porcentaje de M3, que busca determinar la capacidad de respuesta de la economía ante un ataque especulativo en el cual haya una salida abrupta de capitales, poniendo en riesgo la liquidez de la economía (Gráfico 3). Con respecto a este indicador, se considera que el nivel óptimo de reservas como porcentaje de M3 es de al menos 30%.

Gráfico 3.

Reservas internacionales como porcentaje de M3



Nota: Colombia* en el total de las reservas se excluye la Línea de Crédito Flexible

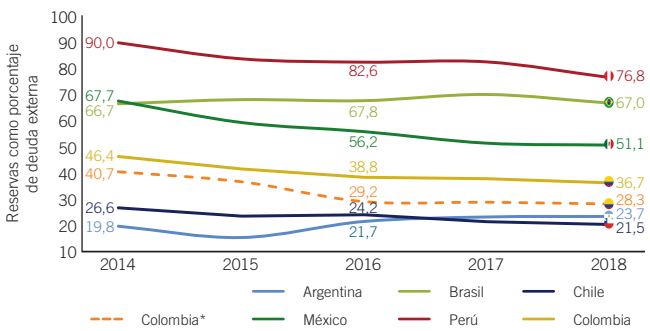
Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo y Fondo Monetario Internacional.

Para el caso colombiano, cuando se contabiliza la línea de crédito flexible en el saldo de las reservas internacionales, el indicador de reservas como porcentaje de M3 se encuentra ligeramente por encima de lo recomendado. Al comparar con otros países de la región Colombia se ubica con 33% por debajo de Perú y México, pero por encima de Brasil y Chile. Sin embargo, al dejar de tener en cuenta lo correspondiente a la línea de crédito flexible, el país se encuentra ligeramente por debajo del nivel óptimo (26%).

En línea con lo anterior, el indicador de reservas sobre deuda externa pone en evidencia la capacidad que tienen los países para cumplir con sus obligaciones crediticias adquiridas con el resto del mundo, en un escenario en donde no se tenga acceso a la financiación internacional (Gráfico 4). Al hacer un análisis a nivel regional, en 2018 Colombia tuvo un indicador de 37%, por encima de Argentina y Chile, pero por debajo de México, Brasil y Perú, con una tendencia decreciente en los últimos años. Una vez se excluye de la contabilidad la línea de crédito flexible, se observa que el indicador se reduce a 28%.

Gráfico 4.

Reservas internacionales como porcentaje de la deuda externa total



Nota: Colombia* en el total de las reservas se excluye la Línea de Crédito Flexible

Fuente: Banco Interamericano de Desarrollo.

Por último, al comparar el indicador de meses de importaciones y como porcentaje de M3 de Colombia con algunos países distintos a los de América Latina, se observa que el desempeño es similar al de países en vía de desarrollo como China e India (Tabla 1). Por el contrario, estos indicadores en países desarrollados son inferiores dada la solidez de sus economías, mayor credibilidad internacional y menor percepción de riesgo.

Tabla 1.

Principales Indicadores de Reservas Internacionales para países por fuera de América Latina 2018

	Meses de Importacioneas	Porcentaje de M3
Estados Unidos	1,4	2,4
Reino Unido	1,7	8,0
Alemania	1,3	8,3
Francia	1,9	6,3
India	8,2	19,7
China	9,2	12,2
Japón	14,8	10,1
Corea	7,2	16,6
Colombia	11,7	25,7

Fuente: Fondo Monetario Internacional y Banco Mundial.

De la suspensión del programa de acumulación de reservas del Banco de la República queda la inquietud de si el nivel actual de reservas podría ser inadecuado una vez se deje de tener en cuenta la línea de crédito flexible, pues las reservas se reducirían a cerca de 41.400 millones de dólares. La evidencia aquí presentada indica que el país se encuentra en la media de la distribución entre los países analizados, los 6 más grandes de la región excluyendo a Venezuela, por lo que no parece haber razón para una gran preocupación. Sin embargo, el mismo Banco de la República en su informe al Congreso de julio de este año indica que bajo la última metodología adoptada por la entidad, las reservas internacionales más la línea de crédito flexible se encuentran 3.500 millones de dólares por encima del nivel adecuado para garantizar una cobertura de liquidez, lo que indicaría un déficit de alrededor de 8.000 millones de dólares en ausencia de dicha línea.

En este sentido, el Banco de la República enfrenta entonces un reto importante en términos de política cambiaria. Con el fin de reducir la inminente vulnerabilidad externa ante la eliminación de la línea de crédito del FMI, la autoridad monetaria tendría que comprar divisas en el corto plazo en un contexto de un dólar cada vez más fortalecido. Si bien la reciente depreciación del peso colombiano frente al dólar ha dejado poco espacio para continuar acumulando reservas, no debe perderse de vista la necesidad de mitigar los riesgos asociados a la creciente incertidumbre en los mercados financieros internacionales y su menor apetito por el riesgo de las inversiones en países emergentes. Esta situación adquiere aún más relevancia si se tiene en cuenta que el déficit en cuenta corriente de la economía colombiana en el primer trimestre de 2019 cerró en 4,6% del PIB, y su financiación depende de la estabilidad en los flujos externos de inversión extranjera directa y de portafolio.

Referencias

Banco de la República. (2019). *Comunicado de prensa: Comunicado programa de reservas internacionales*. Disponible en: http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-31-mayo-2019-1

Banco de la República. (2018). *Comunicado de prensa: Junta Directiva del Banco de la República anuncia programa de acumulación de reservas internacionales*. Disponible en: http://www.banrep.gov.co/es/comunicado-28-septiembre-2018-2

Banco de la República. (2017). *Administración de las reservas internacionales*. Disponible en: http://www.banrep.gov.co/sites/default/files/publicaciones/archivos/ari_marzo_2017_0.pdf

Fondo Monetario Internacional. (2009). *Manual de Balanza de Pagos y Posición de Inversión Internacional*.

Fondo Monetario Internacional. (2011). *Assesing Reserve Adequacy*.

Revista Dinero. (2019). *¿Debe preocuparnos el nivel de reservas internacionales de Colombia?*

Valora Analitik. (2019). *Banco de la República inició acumulación de reservas esperando efectos bajos en tasa de cambio*. Disponible en: https://www.valoraanalitik.com/2019/06/21/banco-de-la-republica-inicio-acumulacion-de-reservas-esperando-efectos-bajos-en-la-tasa-de-cambio/

Valora Analitik. (2019). *Yo seguiría con el programa de acumulación de reservas: Codirector Ocampo*. Disponible en: https://www.valoraanalitik.com/2019/06/26/yo-seguiria-con-el-programa-de-acumulacion-de-reservas-codirector-ocampo/

Actualidad: Comportamiento del peso colombiano en el marco de la reciente depreciación de las monedas emergentes*

En 2018 las economías emergentes registraron fuertes depreciaciones cambiarias. Lo anterior se debió en parte a la normalización monetaria de Estados Unidos, las tensiones comerciales entre ese país y China y la incertidumbre sobre el futuro de los mercados financieros a nivel global. En línea con lo anterior, estas economías han tenido que enfrentar las consecuencias del *"flight to quality"* en sus mercados cambiarios, que consiste en el abandono de las inversiones que los agentes consideran más riesgosas en esos países para llevarlas a economías más seguras.

En lo corrido del año, el peso colombiano se ha depreciado cerca de 12%. Lo anterior puede tener implicaciones sobre la economía colombiana, en particular sobre la inflación y el costo de la deuda externa. En este orden de ideas, en este artículo de Actualidad se discuten las razones que llevaron a la fuerte depreciación en algunos países emergentes, y se analiza el caso latinoamericano para poner en contexto la situación actual de depreciación del peso colombiano.

Fuertes depreciaciones en países emergentes

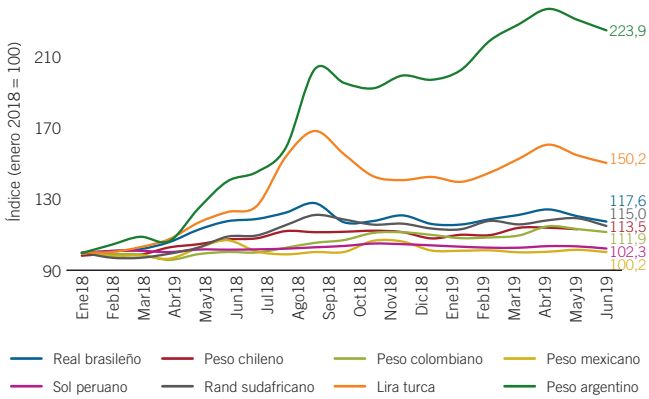
El desempeño reciente de las economías de algunos de los países emergentes ha sido débil y ha traído consigo altos niveles de inflación y fuertes depreciaciones del tipo de cambio. Por ejemplo, en el último año y medio la tasa de cambio del peso argentino frente al dólar se ha más que duplicado, la lira turca ha perdido más del 50% de su valor frente al dólar y el rand sudafricano se ha depreciado cerca del 20% (Gráfico 1).

* Con la colaboración de Helena Suárez.

Gráfico 1.

Índice de tasas de cambio

(moneda local por dólar)



Fuente: Pacific Exchange Rates, Bloomberg, Reuters & IMF International Financial Statistics (IFS) – Cálculos Fedesarrollo

Nota: Datos hasta el 31 de julio de 2019

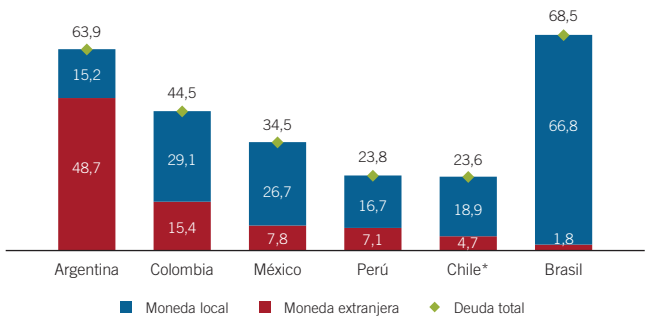
Los factores que llevaron a la lira turca, al rand sudafricano y al peso argentino a depreciarse en tal magnitud se derivan tanto de las dinámicas internas de sus economías como de la desaceleración del crecimiento global. En primer lugar, las economías de estos países han registrado crecimientos negativos en los últimos años, llegando incluso a periodos de recesión. Lo anterior ha llevado a ampliaciones en el déficit de cuenta corriente y fiscal. En el caso de Turquía esto se tradujo en una reducción de la calificación de riesgo de *Standard & Poor's*, mientras que en Argentina el problema es aun mayor dado el alto porcentaje de deuda pública en moneda extranjera, poniendo en riesgo la sostenibilidad de sus finanzas públicas si no se hacen ajustes en el corto plazo (Gráfico 2).

En términos generales América Latina es una región particularmente sensible a las decisiones de política económica y comercial de otras economías, como China y Estados Unidos. De hecho, la depreciación generalizada en los últimos años en la región se debe en parte al aumento de la tasa de política monetaria de la FED[1] en 75 pbs (llevándola al nivel actual de 2,25%-2,50%) durante 2018 (CEPAL, 2018). Adicionalmente, las tensiones comerciales entre EE.UU. y China tendrían impacto sobre las dinámicas económicas en América Latina en el frente comercial. Lo anterior, en la medida en que las exportaciones de la región podrían contraerse como resultado de la menor demanda mundial por materias primas.

Gráfico 2.

Composición de la deuda pública 2018

(% del PIB)



Fuente: Banco Mundial-Cálculos Fedesarrollo

*Los datos vienen del Banco Central de Chile

El comportamiento generalizado de inversionistas que ante escenarios de incertidumbre global abandonan las inversiones que consideran más riesgosas en países emergentes en búsqueda de activos más seguros (*flight to quality*), se ha traducido en la pérdida de valor de las monedas locales (Caballero y Kurlat, 2008). De hecho, de acuerdo con el Banco de la República (2013) periodos de depreciaciones fuertes en países latinoamerica-

[1] Por la mayor entrada de capitales hacia Estados Unidos es natural observar un fortalecimiento del dólar frente a las monedas locales.

nos[2] han coincidido con salidas de capitales. Lo anterior es el reflejo de la mayor percepción de resigo relativo en los mercados financieros latinoamericanos.

Como se puede observar en el Gráfico 1, entre enero de 2018 y julio de 2019, Brasil, Colombia, Chile, Perú y México sufrieron depreciaciones del 17,6%, 11,9%, 13,5%, 2,3% y 0,2% respectivamente[3]. En particular, en Perú la depreciación es casi imperceptible (Gráfico 1) pues el Banco Central de Reserva del Perú interviene constantemente en el mercado cambiario, lo que contiene las presiones sobre su moneda (Ramanoyi, 2017). Respecto a la cuenta corriente en los países latinoamericanos, Brasil, Chile, Colombia, México y Perú han registrado déficits consistentemente durante los últimos siete años, aunque a diferencia de Colombia, la mayoría de países han experimentado correcciones significativas que les permite tener déficits menores al 3%.

Tabla 1.

Déficit de cuenta corriente

(% del PIB)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Brasil	-3,6	-2,9	-3,4	-3,2	-4,1	-3,0	-1,3	-0,4
Chile	1,4	-1,7	-3,9	-4,1	-1,7	-2,3	-1,6	-2,1
Colombia	-3,1	-2,9	-3,1	-3,3	-5,2	-6,3	-4,3	-3,3
México	-0,5	-1,1	-1,6	-2,5	-1,9	-2,6	-2,3	-1,7
Perú	-2,4	-1,8	-2,8	-4,6	-4,4	-4,8	-2,7	-1,2

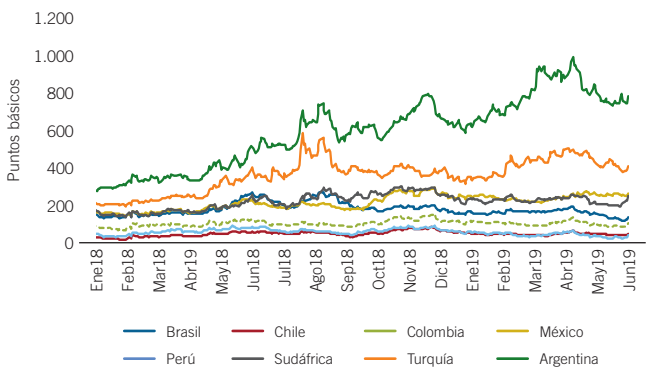
Fuente: IMF

Pese a la depreciación, los indicadores de riesgo país se han mantenido bajos en la región, principalmente por la resiliencia a nivel macro en países como Perú, Chile y Colombia (Gráfico 3) (BBVA Research, 2019). En particular, las posturas fiscales y monetarias de estos países (FMI, 2018) han llevado a que la inflación se ubique dentro del rango establecido por los respectivos bancos centrales, a que el crecimiento esperado se mantenga por encima de 3% en 2019 y 2020, así como a una corrección del déficit fiscal en estos mismos años.

En el caso de la economía colombiana, su estabilidad se ha explicado en buena medida porque el marco de política económica se ha mantenido sólido. Lo anterior, sumado al manejo adecuado de las finanzas públicas después del choque en el mercado del petróleo, al reciente programa de acumulación de reservas del Banco de la República, y a la ley de conglomerados financieros (Ley 1870 de 2017) (FMI, 2019), ha permitido que la economía colombiana siga teniendo el respaldo necesario para cumplir los pagos de su deuda externa (Gráfico 3).

Gráfico 3.

EMBI



Nota: Hasta el 1 de agosto de 2019

Fuente: Banco Central de Chile

[2] México 1994-1995, Argentina 2011, Brasil 2002 y en general la crisis financiera de 2008.

[3] En este periodo Argentina se depreció en 123,9% (ver Gráfico 1)

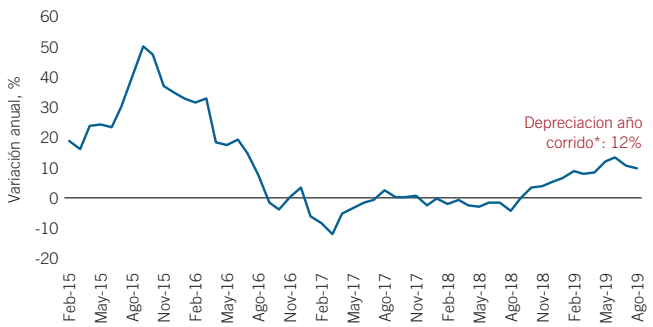
Implicaciones para Colombia

Durante 2018 el peso colombiano fue una de las monedas emergentes con mejor desempeño. Esto se debió a que el precio del petróleo (71,69 promedio Brent 2018) estimuló el flujo de capitales hacia Colombia. La mayor inversión extranjera en este sector ayudó a mantener la estabilidad fiscal del país y un nivel bajo de riesgo (Corficolombiana, 2018). Sin embargo, en lo corrido de 2019 el peso colombiano se ha depreciado en 11,9% (Gráfico 4), en buena medida por un menor precio del crudo relativo al 2018 y la incertidumbre asociada al comercio exterior entre las potencias mundiales.

Gráfico 4.

Depreciación mensual

(Variación anual, %)



Fuente: Banco de la República

*Hasta el 12 de agosto de 2019

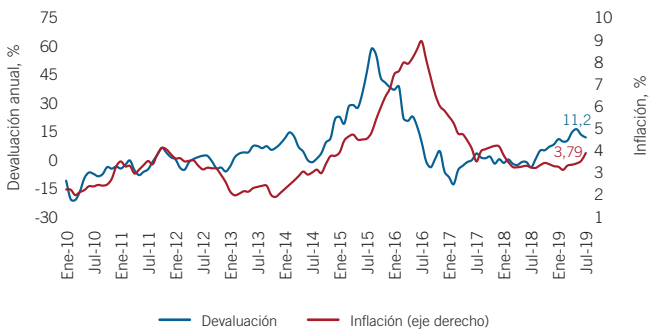
En mayo de 2019 el dólar en Colombia superó la barrera de los 3.300 pesos[4] después de tres años (máximo en febrero de 2016). Sin embargo, este ajuste fue considerado normal por el mercado, en línea con las depreciaciones del resto de América Latina producto de la volatilidad en los mercados internacionales. De hecho, las tensiones comerciales entre China y Estados Unidos se han traducido en depreciaciones aún más pronunciadas en las monedas de varias economías emergentes. Lo anterior es consecuencia de la reacción del Gobierno chino tras el anuncio de la Casa Blanca de un nuevo arancel a las importaciones de productos chinos a partir de septiembre. La decisión del Banco Popular de China de permitir una depreciación de su moneda (7CNY por dólar) llevó a una apreciación del dólar frente a las monedas emergentes, especialmente el peso argentino y colombiano.

Uno de los aspectos que debe evaluarse detenidamente ante la creciente depreciación es su efecto sobre la inflación. Si bien en lo corrido de 2019 no se ha observado un pass-trough cambiario significativo, es natural esperar que la depreciación del peso aumente el precio de los bienes y servicios transables (en la medida en que sube el precio de los importados). En efecto, el Gráfico 5 muestra la fuerte correlación histórica entre depreciación

Gráfico 5.

Devaluación e inflación

(Variación anual, %)



Fuente: Banco de la República y DANE.

[4] Si bien la depreciación de los últimos meses presenta una tendencia creciente, cabe destacar que el mayor ajuste en la tasa de cambio se dio en agosto de 2015, cuando la depreciación alcanzó 59,2% a raíz de la importante caída en los términos de intercambio.

e inflación, por lo que la depreciación observada en lo corrido de 2019 se posiciona como un riesgo importante al alza para la inflación al cierre del año.

El fortalecimiento del valor del dólar relativo a las monedas emergentes es un hecho generalizado, donde el comportamiento de la tasa de cambio colombiana ha estado en línea frente a otros países de características similares. La incertidumbre asociada al comercio mundial ha jugado un rol importante en este comportamiento, así como una mayor percepción de riesgo asociada a los países emergentes por cuenta de un menor crecimiento mundial. Hacia adelante, persisten los riesgos inflacionarios derivados del pass-through cambiario, así como los asociados a una ampliación del déficit en cuenta corriente, que incrementan la dependencia del país a los flujos de inversión extranjera y dejan al país en vulnerabilidad ante cualquier contingencia que dificulte la entrada de flujos de financiamiento.

Referencias

Banco de la República (2013). *Flujos de capitales, choques externos y respuestas de política en países emergentes*.

BBVA Research. (2019). *Latin America Economic Outlook 2Q19*. Disponible en http://www.progresomicrofinanzas.org/wp-content/uploads/2019/06/Latam-Economic-Outlook__2Q19.pdf

Caballero, R.J, & Kurlat, P. (2008). *Flight to Quality and Bailouts: Policy Remarks and a Literature Review*. Disponible en https://economics.mit.edu/files/3344

CEPAL. (2018). *Ciclos económicos y vulnerabilidad externa en América Latina*. Disponible en https://www.cemla.org/PDF/otros/2018-05-ciclos-economicos.pdf

Corficolombiana. (2018). *Perspectivas económicas Corficolombiana: ¡Atención al volante!* Disponible en https://www.cemla.org/PDF/otros/2018-05-ciclos-economicos.pdf

FMI. (2019). *Review under the flexible credit line arrangement*. Disponible en https://www.imf.org/en/Publications/CR/Issues/2019/05/21/Colombia-Review-Under-the-Flexible-Credit-Line-Arrangement-Press-Release-and-Staff-Report-46917

FMI. (2018). *Statement by Governor Julio Velarde, President of the Central Bank of Peru on behalf of the Southern Cone Constituency*. Disponible en https://www.imf.org/External/spring/2018/imfc/statement/eng/per.pdf

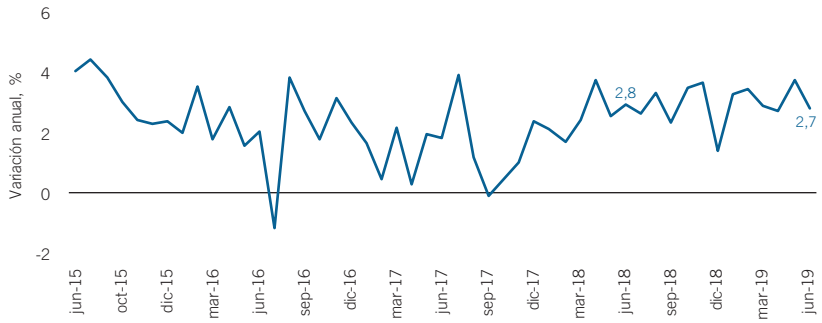
MHCP. (2018). *Reporte de Hacienda: Vulnerabilidad externa: de Wall Street a la Gran Muralla*. Disponible en http://www.minhacienda.gov.co/HomeMinhacienda/ShowProperty?nodeId=%2FOCS%2FP_MHCP_WCC-135896%2F%2FidcPrimaryFile&revision=latestreleased

Ramanoyi, M. (2017). *Intervención cambiaria y determinación del tipo de cambio en el corto plazo: la evidencia peruana*. Disponible en https://revistas.up.edu.pe/index.php/apuntes/article/view/529

Actividad Productiva

Gráfico 1. Indicador de Seguimiento de la Economía *(Serie original)*

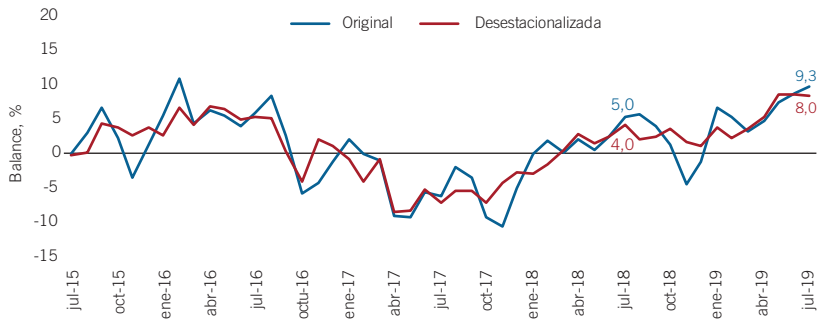
En junio, el Indicador de Seguimiento de la Economía (ISE) registró una variación anual de 2,7%, por debajo de la variación registrada un año atrás, cuando se ubicó en 2,8%.



Fuente: DANE.

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

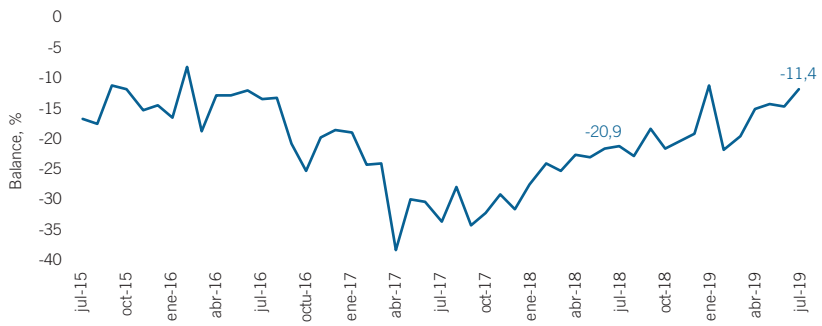
En julio, el Índice de Confianza Industrial (ICI) se ubicó en 9,3%, una mejora de 4,3 puntos porcentuales (pps) respecto al mismo mes de 2018. Al ajustar la serie por factores estacionales, el índice se ubicó en 8,0%.



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

Gráfico 3. Volumen de pedidos en la industria *(Serie desestacionalizada)*

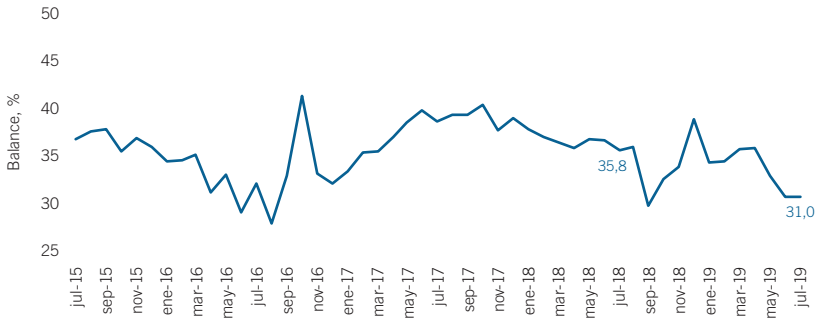
En la medición de julio de la Encuesta de Opinión Empresarial para la industria, el indicador de volumen actual de pedidos, en su serie desestacionalizada, registró un balance de -11,4%, evidenciando una mejora de 9,5 pps frente al mismo mes un año atrás.



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

El indicador de suficiencia de capacidad instalada presentó en julio un desempeño menor en 4,8 pps frente al mismo mes del año anterior, ubicándose en 31,0%, lo cual representa una mayor utilización de dicha capacidad.

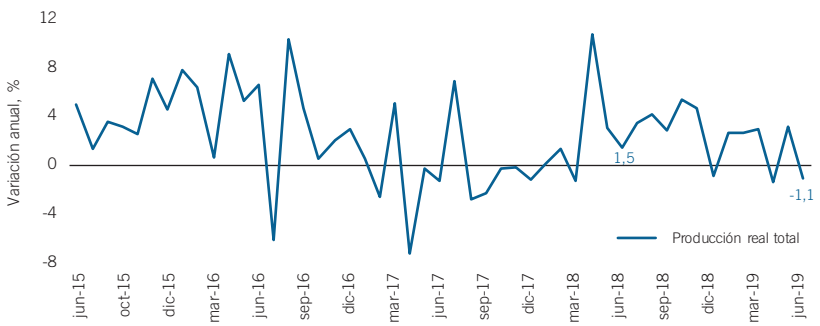
Gráfico 4. Suficiencia de capacidad instalada en la industria *(Serie desestacionalizada)*



Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)

El Índice de Producción Industrial (IPI) total registró en junio una variación anual de -1,1% en términos reales, por debajo del crecimiento interanual registrado un año atrás (1,5%).

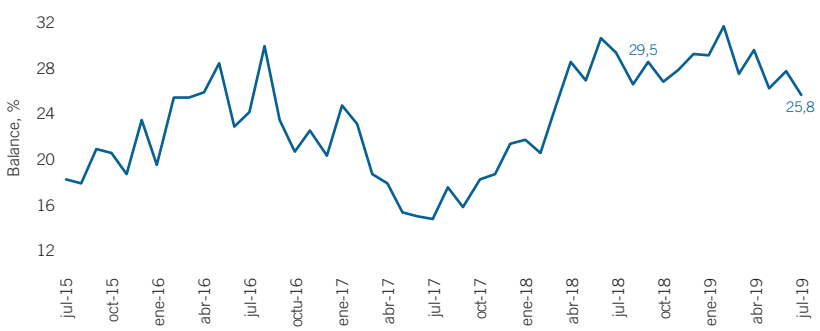
Gráfico 5. Índice de Producción Industrial *(IPI)*



Fuente: DANE.

En julio, el Índice de Confianza Comercial (ICCO) se ubicó en 25,8%, lo que representa una caída de 3,7 pps frente al mismo mes en 2018. De la misma forma, frente al mes anterior, el ICCO registró una disminución intermensual de 2,0 pps.

Gráfico 6. Índice de confianza comercial *(ICCO)*

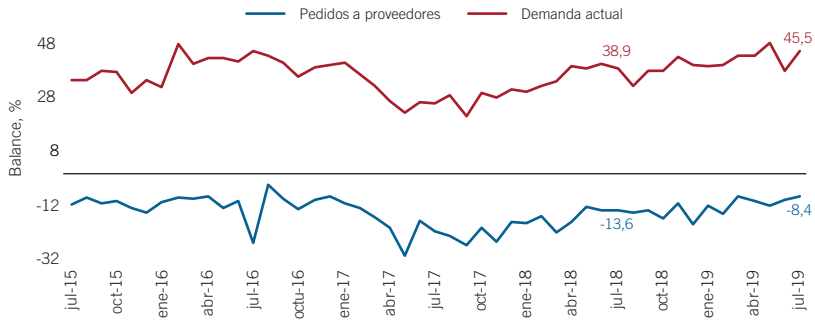


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En la medición de julio, el indicador de demanda actual del sector comercio registró un balance de 45,5%, que representa un aumento de 6,6 pps frente al mismo mes un año atrás.

Por su parte, el indicador de pedidos a proveedores se ubicó en -8,4%, con un aumento de 5,2 pps frente a julio del año pasado.

Gráfico 7. Evolución de los pedidos y la demanda en el comercio *(Serie desestacionalizada)*

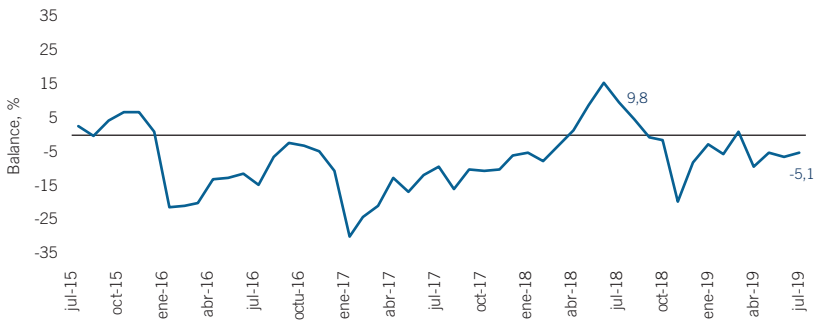


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE)

En julio, el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) registró un balance de -5,1%, que representa una disminución de 14,9 pps frente al mismo mes un año atrás y una mejora de 1,2 pps frente a abril pasado.

El mejor desempeño en la confianza de los consumidores frente a junio pasado obedece a un mejor resultado en el índice de condiciones económicas.

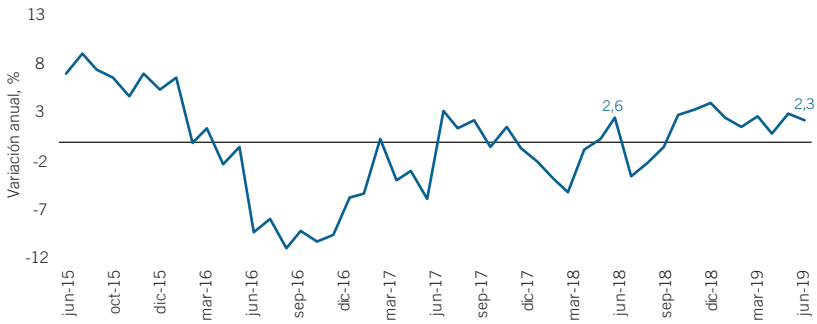
Gráfico 8. Índice de Confianza del Consumidor *(ICC)*



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

En el promedio móvil abril-junio, los despachos de cemento gris registraron un crecimiento interanual de 2,3%, que evidencia una disminución de 0,3 pps frente a lo observado un año atrás cuando el crecimiento fue de 2,6%.

Gráfico 9. Despacho de cemento gris*

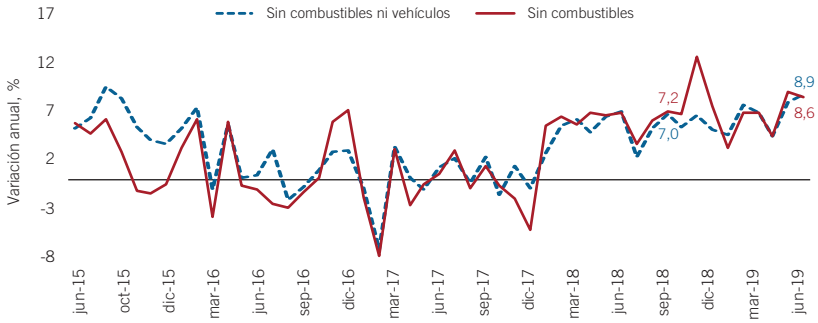


*Promedio móvil tres meses

Fuente: DANE.

En junio, las ventas del comercio al por menor tuvieron una variación real de 7,2% respecto al mismo mes de 2018. Excluyendo las ventas de combustibles y vehículos, el crecimiento real del comercio minorista se ubicó en 8,9%, mientras que el crecimiento de las ventas excluyendo solo combustibles se ubicó en 8,6%

Gráfico 10: Ventas del comercio al por menor

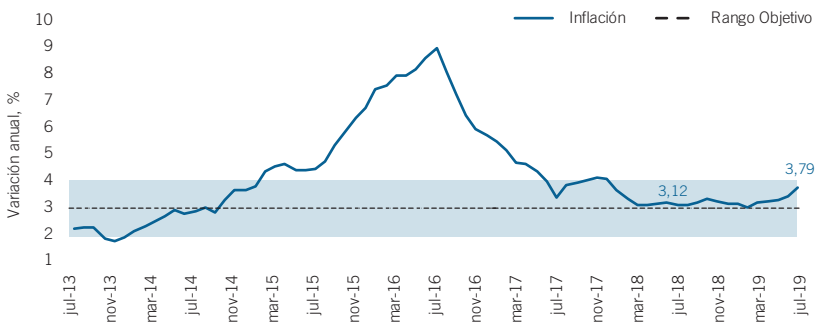


Fuente: DANE.

Sector financiero y variables monetarias

El índice de precios al consumidor (IPC) registró una variación anual en julio de 3,79%, mientras que hace un año esta variación fue de 3,12%. La inflación mensual en julio fue de 0,22%, por encima de la expectativa de la encuesta mensual del Banco de la República (0,16%) y de la Encuesta de Opinión Financiera (0,14%).

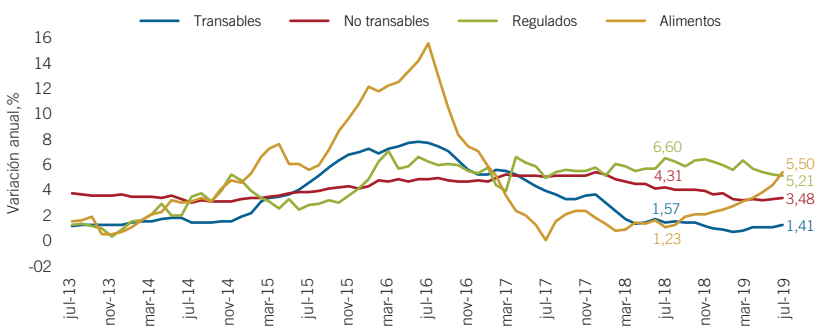
Gráfico 11. Inflación y rango objetivo del Banco de la República



Fuente: DANE y Banco de la República.

En julio, la inflación de no transables fue de 3,48% anual, 0,8 pps por debajo del resultado observado el mismo mes de 2018. Por su parte, la inflación de alimentos registró el incremento más alto frente al mismo mes un año atrás (4,27 pps), ubicándose en 5,50%.

Gráfico 12. Inflación por componentes

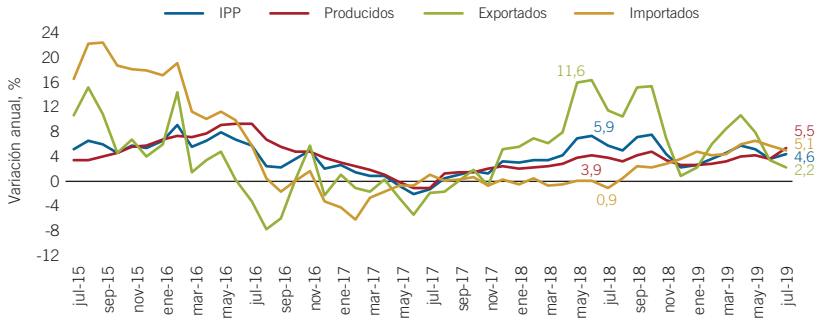


Fuente: Banco de la República.

El índice de Precios del Productor (IPP) registró un incremento anual de 4,6% en julio, mientras que un año atrás esta variación fue de 5,9%.

Dentro de los componentes del IPP, el mayor incremento se dio en el grupo de importados, con una diferencia de 6,1 pps frente a julio de 2018.

Gráfico 13. Índice de Precios al Productor

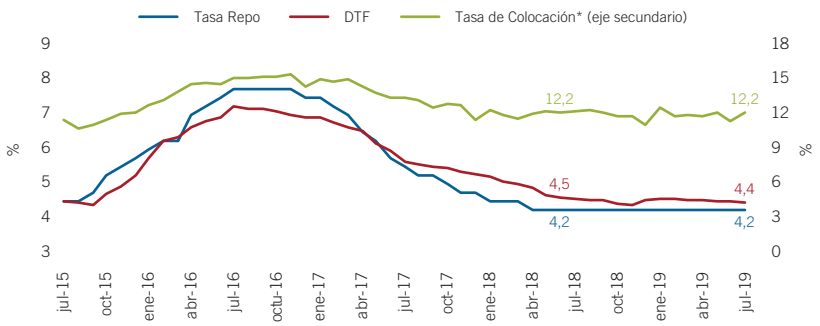


Fuente: DANE

En la reunión de julio, la Junta Directiva del Banco de la República decidió mantener la tasa de interés de política en 4,25%, en línea con las expectativas del mercado.

La tasa de captación DTF en mayo se redujo 0,1 pps frente al mismo mes de 2018. Por su parte, la tasa promedio de colocación reportó el mismo valor en julio con respecto a un año atrás.

Gráfico 14. Tasas de interés



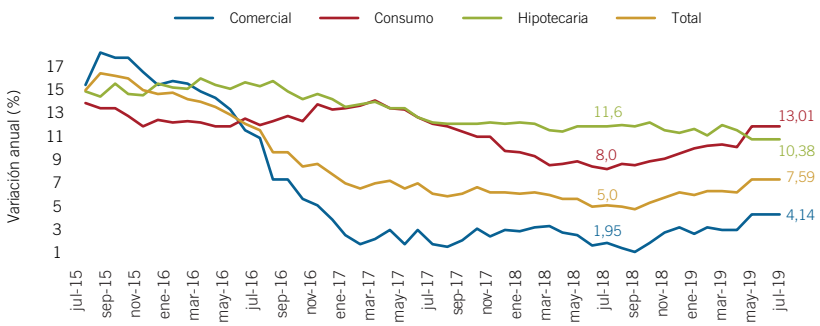
* La tasa de colocación total incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.

Fuente: Banco de la República.

En julio, la cartera total mostró una variación nominal anual de 7,6%, 2,6 pps por encima del crecimiento anual observado en el mismo mes de 2018.

El incremento en el dinamismo de la cartera de crédito frente al año anterior se explica en mayor medida por la recuperación en la cartera de consumo, cuya tasa de crecimiento en julio estuvo 5,0 pps por encima de la registrada el mismo mes del año anterior. De la misma forma, el crecimiento de la cartera comercial se aceleró frente al dato un año atrás (2,2 pps).

Gráfico 15. Cartera por tipo de crédito

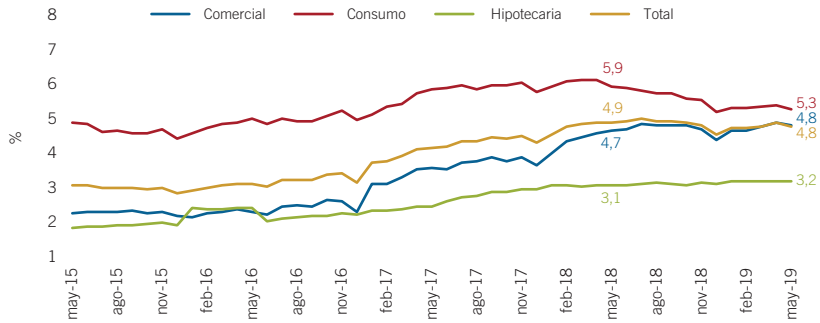


Fuente: Banco de la República y cálculos Fedesarrollo.

La cartera vencida como porcentaje de la cartera total se ubicó en 4,8% en mayo, 0,1 pps por debajo del dato registrado en el mismo mes un año atrás.

Al desagregar por modalidad de crédito, tanto la calidad de la cartera comercial como la hipotecaria evidenció un deterioro interanual (0,1 pps), mientras que la calidad de la cartera de consumo continuó recuperándose (-0,7 pps).

Gráfico 16. Evolución de la cartera de crédito vencida por tipo de crédito*



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

Fuente: Superintendencia Financiera.

El índice COLCAP de la Bolsa de Valores de Colombia cerró el pasado 23 de agosto en 1.505 puntos, con una desvalorización interanual de 1,9% y una desvalorización intermensual de 6,0%.

Gráfico 17. Índice COLCAP



Fuente: Banco de la República

Frente a los niveles observados un mes atrás, las tasas de TES a 5 y 10 años registraron variaciones de -9 y -16 puntos básicos. Entre tanto, la tasa TES a un año registró una variación positiva de 10 puntos básicos relativo al mes pasado.

Gráfico 18. Tasas de interés de títulos TES

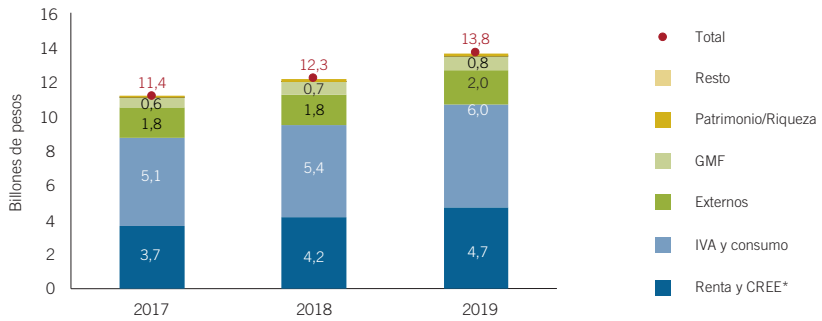


Fuente: Banco de la República.

Sector Fiscal

En julio, el recaudo tributario fue de 13,8 billones de pesos, que representa un crecimiento de 12,4% respecto a julio de 2018. Esta variación se explica principalmente por el mayor recaudo de impuestos directos (13,7%), y en menor medida al recaudo de impuestos indirectos (11,3%).

Gráfico 19. Recaudo tributario por tipo de impuesto en abril



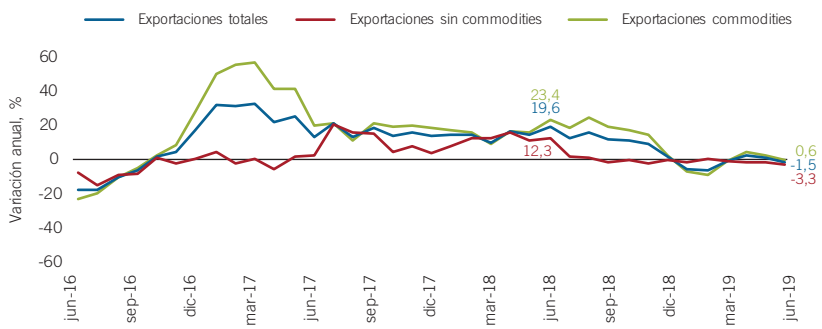
* Aunque la reforma tributaria de 2016 eliminó el impuesto CREE aún hay recaudos por este concepto debido a rezagos

Fuente: DIAN.

Sector Externo

En el trimestre móvil abril– junio, las exportaciones totales disminuyeron 1,5% frente al mismo periodo de 2018. Este resultado obedece al menor dinamismo en las exportaciones diferentes de commodities (-3,3%) frente al mismo trimestre móvil en 2018, y en menor medida, al menor dinamismo de las exportaciones de commodities (-0,6%).

Gráfico 20. Exportaciones totales, con y sin commodities*

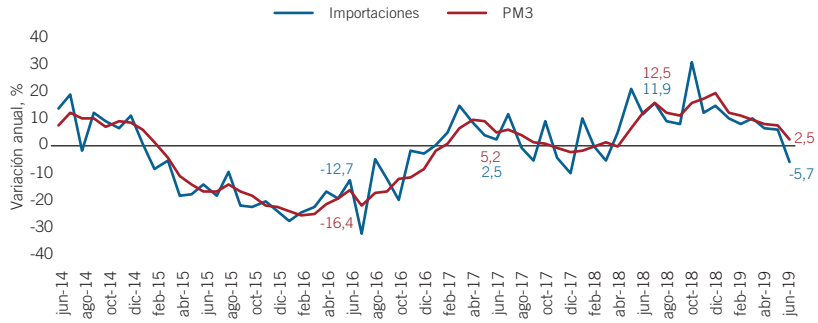


*Variación anual de las exportaciones totales en promedios móviles de tres meses.

Fuente: DANE.

En junio, el valor en dólares de las importaciones disminuyó 5,7% frente al mismo mes de 2018. Este crecimiento obedeció principalmente a la disminución en el grupo de bienes de consumo y de bienes intermedios y materias primas.

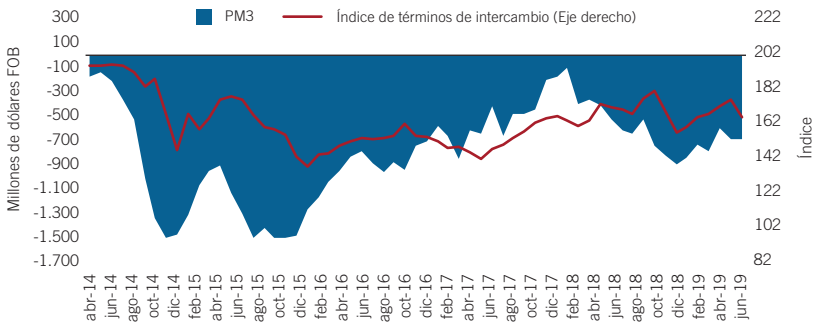
Gráfico 21. Importaciones (Valor CIF)



Fuente: DANE

En el trimestre móvil abril-junio, el déficit comercial fue de USD 687 millones FOB, lo que representó un aumento de USD 163 millones respecto al mismo trimestre móvil del año pasado.

Gráfico 22. Evolución de la balanza comercial y los términos de intercambio *(enero 2007=100)*

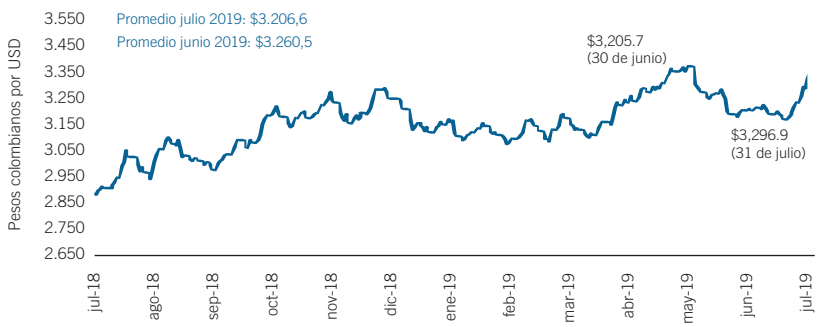


Fuente: Banco de la República-DANE

* Promedio trimestre móvil

En el mes de julio, el promedio de la tasa de cambio se ubicó en $ 3.206,6 pesos por dólar, lo que representó una apreciación de 1,7% frente al promedio de junio cuando se situó en $ 3,260,5 pesos por dólar.

Gráfico 23. Tasa de cambio

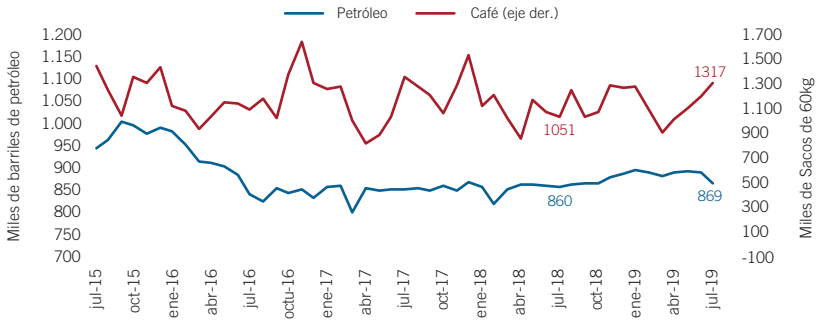


Fuente: Banco de la República.

En julio, la producción de café alcanzó 1.317 miles de sacos de 60 kilos, un aumento de 25,3% frente al mismo mes de 2018.

Por otra parte, la producción promedio de petróleo durante el mes de julio fue de 869 mil barriles diarios, que representa un aumento de 1,0% frente a un año atrás.

Gráfico 24. Producción de café y petróleo



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

CALENDARIO ECONÓMICO
Septiembre 2019*

Lunes	Martes	Miercoles	Jueves	Viernes	Sabado
2	3 Exportaciones PMI manufacturero - EEUU IPP - Zona euro	4 índice de precios al productor - IPP	5 índice de Precios al consumidor -IPC PMI no manufacturero - EEUU Inventarios de crudo AIE - EEUU	6 PIB zona euro Tasa de desempleo - EEUU	7
9	10 IPP-China	11 Estadísticas de Licencias de construcción - ELIC IPP-EEUU	12 IPC-EEUU GEIH-Varios	13 Encuesta Mensual de Comercio al por Menor y Comercio de Vehículos-EMCM Encuesta Mensual de Servicios-EMS Encuesta Mensual Manufacturera-EMMET	14
16 Estadísticas de concreto premezclado Índice de Costos de la construcción Pesada-ICCP- Índice de Costos de la Construcción de Vivienda	17 Índice Producción Industrial-IPI	18 Importaciones IPC-Zona Euro Encuesta de Opinión del Consumidor-EOC	19 Índice Manufacturero de la FED-EEUU	20	21
23 Indicador de Seguimiento a la Economía-ISE Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo-EOF Reunión de la JDBR de Julio-Decisión sobre la tasa de interés de intervención	24	25 Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo-EOE	26	27	28
30 GEIH-Mercado Laboral Estadísticas de Cemento Gris-ECG					

http://www.bloomberg.com/markets/economic-calendar/

http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/release_calendars/news_releases

Calendario Eurozona y EE.UU.

http://es.investing.com/economic-calendar/



INVESTIGACIÓN

Coyuntura y Proyecciones Económicas
Política Macro y Fiscal
Pobreza, Educación y Desigualdad
Educación, Salud y Pensiones
Mercado Laboral
Organización industrial, Comercio y Mercados financieros
Análisis sectoriales
Evaluaciones de impacto

PUBLICACIONES

Coyuntura Económica y Social
Tendencia Económica
Economía Política
Cuadernos de Fedesarrollo
Prospectiva Económica

ENCUESTAS

Opinión Empresarial
Opinión del Consumidor
Opinión Financiera

EVENTOS

Debates de Coyuntura
Conferencias
Seminarios

MAYOR INFORMACIÓN OFICINA COMERCIAL

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 340
E-mail: mruiz@fedesarrollo.org.co
www.fedesarrollo.org.co
Bogotá | Colombia