

# TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

## 146

Agosto 2014



**Editorial: Inquietudes sobre el impuesto al patrimonio**

**Actualidad: La Inversión Extranjera de Portafolio y el comportamiento de la tasa de cambio en 2014**

**Coyuntura Macroeconómica**

# TENDENCIA ECONÓMICA

## EDITORES

Leonardo Villar  
Director Ejecutivo

José Vicente Romero  
Director de Análisis Macroeconómico  
y Sectorial

## OFICINA COMERCIAL

Teléfono: 325 97 77  
Ext.: 340 | 365 | 332  
[comercial@fedesarrollo.org.co](mailto:comercial@fedesarrollo.org.co)

## DISEÑO, DIAGRAMACIÓN Y ARTES

Consuelo Lozano  
Formas Finales Ltda.  
[mconsuelolozano@hotmail.com](mailto:mconsuelolozano@hotmail.com)

ISSN 1692-035X



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

## CONTENIDO

- 1** EDITORIAL  
Pág. 3 Inquietudes sobre el impuesto al patrimonio
- 2** ACTUALIDAD  
Pág. 9 La Inversión Extranjera de Portafolio y el comportamiento de la tasa de cambio en 2014
- 3** COYUNTURA MACROECONÓMICA  
Pág. 15

Tendencia Económica se hace  
posible gracias al apoyo de:



## Inquietudes sobre el impuesto al patrimonio

En el editorial del pasado número de Tendencia Económica se discutió sobre la urgencia de cubrir el faltante asociado al presupuesto del año 2015, que el propio Gobierno estimó en 12,5 billones de pesos. Se planteó además que la simple extensión del gravamen a los movimientos financieros (GMF) y del impuesto al patrimonio, en las condiciones en que esos impuestos existen hoy en día, sería insuficiente para cubrir las necesidades de recursos públicos, tanto de ese año como de los años subsiguientes del cuatrienio que comienza.

De manera consistente con estos planteamientos, el Ministerio de Hacienda ha propuesto una Ley de Financiamiento en la que no solo se mantiene el GMF en cuatro por mil, sino que se proponen ajustes que prácticamente duplicarían el recaudo por concepto del impuesto al patrimonio. Con la extensión del cuatro por mil se recaudarían cerca de 3 billones de pesos adicionales frente a la alternativa de que ese impuesto se reduzca al 2 por mil desde finales de 2014, tal como está contemplado en la legislación vigente. Por su parte, los ajustes propuestos en el impuesto al patrimonio llevaría el recaudo correspondiente de 4,5 billones de pesos en 2014 a cerca de 8,5 billones en 2015<sup>1</sup>. En conjunto, por lo tanto, estas propuestas, junto a mejoras previstas en la eficiencia del recaudo, permitirían cubrir el faltante estimado de los 12,5 billones de pesos

Lo primero que cabe resaltar ante este planteamiento es que resulta muy positivo el compromiso de la Administración Santos de cubrir el faltante presupuestal con recursos tributarios en lugar de recurrir a mayores montos de endeudamiento, con los cuales se habría puesto en grave riesgo el cumplimiento de la regla fiscal. Se refrenda de esta manera un comportamiento acorde con la sostenibilidad de las finanzas públicas, comportamiento que ha sido fundamental, no solo para que Colombia ascienda en las calificaciones que recibe de las entidades calificadoras de riesgo, sino, mucho más

---

<sup>1</sup> El estimativo inicial del Ministerio de Hacienda sobre el recaudo por el impuesto al patrimonio con las nuevas reglas propuestas para 2015 fue de 8,8 billones de pesos. Esa cifra sin embargo debe ajustarse hacia abajo en la medida en que la propuesta se revisó y ya no aplicaría para patrimonios netos superiores a 750 millones de pesos, como se planteó en un principio, sino de más de mil millones de pesos.

importante en la práctica, para reducir sustancialmente las tasas de interés a las cuales se financia el Gobierno. Tal como lo comentaba recientemente Roberto Steiner en un artículo de prensa<sup>2</sup>, “mientras que un bono global a 10 años por US\$ 1.000 millones colocado en el 2009 conllevó una tasa de interés de 7,375%, la última colocación (en el 2013) de un bono global con igual duración (por US\$ 1.600 millones) se hizo al 4,168%. (...) Esta rebaja en el costo del financiamiento ha conllevado una nada despreciable reducción en el pago de intereses sobre la deuda pública de 3% del PIB en el 2009 a 2,3% del PIB en el 2013. Esta disminución de 0,7% del PIB es ligeramente mayor a lo que típicamente aumenta el recaudo neto cada vez que hay una reforma tributaria”. En otras palabras, la sanidad de las finanzas públicas y la adhesión a la regla fiscal han permitido al gobierno colombiano abrir un importante espacio fiscal en recursos que ahora pueden dedicarse a la inversión pública en lugar de estar comprometidos en el pago de intereses. Son tan fuertes los argumentos para el cumplimiento de la regla fiscal que sobre ellos hubo total coherencia en el tránsito del segundo gobierno Uribe, durante el cual se concibió la iniciativa por parte del Ministro Oscar Iván Zuluaga en el año 2010, al primer gobierno de Santos, durante el cual se presentó y aprobó, a través de la Ley 1473 de 2011.

Dicho lo anterior, es inevitable expresar que la propuesta específica del gobierno para cubrir el faltante presupuestal del 2015 genera al menos dos tipos de inquietudes. La primera de ellas es que la propuesta no avanza hacia una reforma estructural del muy ineficiente y poco equitativo sistema tributario colombiano y que el recaudo que genera es probablemente insuficiente para cubrir las necesidades de gasto del año 2015 y, mucho menos, las del cuatrienio en su conjunto. De hecho, el presupuesto presentado por

el gobierno, cuyo faltante se cubre con la propuesta, está previendo una reducción de medio punto del PIB en la inversión pública, algo que hará difícil cumplir con muchos de los retos que se ha planteado el gobierno. Además, los ingresos del gobierno asociados a la renta petrolera podrían ser considerablemente inferiores a lo previsto en el propio presupuesto y en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) si persisten los relativamente bajos niveles de producción de crudo que hemos observado este año y si llega a consolidarse la tendencia a la baja en los precios internacionales que ha tenido lugar recientemente.

El segundo grupo de inquietudes se refiere más específicamente a los inconvenientes que puede tener la idea de aumentar el recaudo mediante un aumento tan fuerte en el impuesto al patrimonio. Al respecto, es importante resaltar que la propuesta que se incluiría en la Ley de Financiamiento incluye tres elementos diferenciadores frente al esquema que rige hasta este año.

- El primero, consiste en la actualización del grupo de contribuyentes que estarían sujetos a dicho tributo, aun manteniendo el umbral de \$1.000 millones. Esta actualización surge de tener como referencia los patrimonios a enero de 2015 y no a enero de 2011, como sucede en el impuesto vigente actualmente. Así, y de acuerdo a cálculos preliminares del Ministerio de Hacienda, el número total de personas naturales y jurídicas que deberían presentar el impuesto al patrimonio bajo la base actualizada sería del orden de 84.000, frente a unos 60.000 en la actualidad.
- El segundo elemento, y quizá el que más repercusión ha tenido entre analistas y empresarios, ha sido referente a las nuevas tasas. De acuerdo a la propuesta, los patrimo-

<sup>2</sup> Steiner, Roberto, “Los Beneficios de la Regla Fiscal”, Diario Portafolio, septiembre 4 de 2014, p. 30.

nios entre \$1.000 millones y \$3.000 millones pagarían una tarifa anual del 0,4%, cuando hoy pagan 0,25% o 0,35%, dependiendo de si están por debajo o por encima de los \$2.000 millones. Entre \$3.000 millones y \$5.000 millones tendrían una tasa anual del 1,1%, superior a la de 0,75% de hoy. Y finalmente, para los patrimonios de más de \$5.000 millones, que hoy pagan una tarifa de 1,5%, la propuesta del gobierno plantea una tasa de 2% para patrimonios hasta \$8.000 millones y de 2,25% de ahí en adelante. De esta manera, la actualización de la base patrimonial, junto a una tasa que en la mayor parte de los casos aumenta en 50%, implicarían un incremento sustancial del recaudo total de este tributo.

- El tercer y último elemento incorporado en la propuesta consiste en la aplicación anual de la tasa y no sobre un monto total distribuido por cuatro años. Esto permitiría las actualizaciones anuales de los niveles de patrimonio y sería indispensable bajo los nuevos estándares internacionales de las Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF) para evitar la causación inmediata del impuesto de varios años en los estados de ganancias y pérdidas de las empresas, lo cual se traduciría en un fuerte choque a esos estados financieros.

Estos tres elementos del nuevo impuesto al patrimonio generan varios tipos de inquietudes, que discutimos a continuación:

#### a. Impacto sobre la carga tributaria efectiva y la rentabilidad de las empresas

Uno de los principales puntos de consenso entre los analistas económicos es que incrementar de manera excesiva la carga tributaria de las empresas tiene efectos

nocivos sobre la dinámica económica. De hecho, las tarifas de impuesto a la renta empresarial (34% si se suma el impuesto de renta propiamente dicho y el CREE) son relativamente altas en el contexto mundial y reducen de manera importante la capacidad de competir internacionalmente, lo que ha conducido en la práctica a una proliferación de exenciones y tratamientos sectoriales y para empresas específicas, que reducen de manera drástica la eficiencia y la equidad del sistema. El impuesto al patrimonio sobre las empresas, que no existe en los principales países con los cuales compite Colombia, es adicional al impuesto de renta y puede constituir una carga muy elevada, particularmente para aquellas firmas que son intensivas en capital o que presenten niveles relativamente bajos de rentabilidad sobre su patrimonio.

El impacto que la carga tributaria del impuesto al patrimonio puede tener sobre los resultados de una empresa puede apreciarse con un ejemplo sencillo. Consideremos una empresa que tiene una utilidad antes de impuestos razonablemente alta, del 16% sobre patrimonio. Si el patrimonio es de \$10.000 millones, las utilidades antes de impuestos son de \$1.600 millones anuales y la empresa se encuentra sujeta a la tasa máxima de impuesto al patrimonio (2,25% anual)<sup>3</sup>. Su tasa de tributación efectiva constituiría no solo en el impuesto a la renta y el CREE (\$544 millones, equivalentes al 34% sobre \$1.600 millones) sino que incluiría un impuesto al patrimonio de \$225 millones (el 2,25% sobre \$10.000 millones). Los impuestos por ambos conceptos alcanzarían \$769 millones. Así, al computar la tasa efectiva de impuesto sobre la utilidad neta se obtendría una tasa efectiva de 48%, excesiva desde todo punto de vista.

Este sencillo ejemplo permite ver adicionalmente que las empresas que tengan un bajo nivel de utilidad sobre

<sup>3</sup> Para efectos de este ejemplo, por simplicidad, asimilamos la utilidad antes de impuestos con la renta líquida gravable.

el patrimonio serían las que verían su tasa efectiva de tributación incrementarse en mayor proporción. En nuestra empresa hipotética, supongamos que la rentabilidad antes de impuestos no fue del 16% del patrimonio sino un relativamente bajo 4%. Las utilidades serían de \$400 millones y el impuesto de renta (incluido el CREE) de \$136 millones (34% de \$400 millones). El impuesto al patrimonio seguiría siendo el mismo del de la empresa considerada en el párrafo anterior, esto es, el 2,25% del \$10.000 millones, que equivale a \$225 millones. De esta manera, los impuestos totales por renta y patrimonio representan \$136 millones + \$225 millones = \$361 millones de pesos. Esto es nada menos que el 90,25% de las utilidades. Esta empresa, por lo tanto, estaría destinando más del 90% de sus utilidades al pago de estos dos impuestos, pese a que en nuestro ejemplo, para mantenerlo sencillo, no hemos considerado ninguno de los otros tributos empresariales existentes, tales como el predial o el de industria y comercio. Sobra decir que una empresa obligada a pagar en impuestos el porcentaje mencionado de sus utilidades tiene pocas posibilidades de sobrevivir en un entorno de competencia internacional como el que enfrenta actualmente la economía colombiana.

#### b. Incentivos sobre la inversión y la remisión de utilidades

Tal vez uno de los principales problemas que puede generar el impuesto sobre el patrimonio a las empresas radica en su impacto negativo sobre la inversión y la retención de utilidades. Dicho impacto negativo se vería tanto en las firmas locales como extranjeras. En el caso de las firmas locales, es posible que estas tengan mayores incentivos a pagar proporcionalmente mayores dividendos en lugar de retenerlos para inversión. De igual manera, se podría ver un deterioro en la inversión extranjera directa, no solo por el desestímulo a la inversión real que genera el impuesto, de acuerdo con lo descrito en el literal anterior, sino por la búsqueda de un impacto contable para minimizar el pago

del tributo. En particular, en el caso de las empresas que han realizado inversión extranjera directa, se generarían incentivos para remitir utilidades a sus filiales. Ello, por supuesto, reduciría la tributación efectiva de esas empresas y crearía una presión negativa sobre el financiamiento de la balanza de pagos.

#### c. La tributación de las empresas vs tributación de las personas naturales

Existe en la opinión pública colombiana la percepción de que los impuestos a las empresas son progresivos porque recaen en última instancia sobre los dueños de esas empresas, que suelen ser personas adineradas. Esta percepción suele conducir a graves equivocaciones. Las empresas con grandes patrimonios no necesariamente son de personas ricas. Ejemplo de ello en Colombia es cualquier accionista pequeño de Ecopetrol que implícitamente debe pagar la tarifa que corresponde a la empresa con el mayor patrimonio del país cuando él como individuo no tiene siquiera el patrimonio requerido para tributar.

En el extremo opuesto, una persona rica puede terminar sin pagar un solo peso de impuesto sobre el patrimonio en un esquema tan perverso como el que existe en Colombia. Considérese, por ejemplo, el caso de un individuo propietario de diez bombas de gasolina, cada una de \$900 millones de patrimonio. El patrimonio que él posee en esas empresas es de \$9.000 millones pero es exento por estar representado en acciones o participaciones. Las empresas (bombas de gasolina), por su parte, tampoco pagan el impuesto de patrimonio por cuanto cada una de ellas está por debajo del nivel límite para tributar.

Los ejemplos anteriores hacen evidente la razón por la cual los expertos han recomendado tradicionalmente que la tributación, para ser progresiva, recaiga sobre las personas naturales y no sobre las empresas. En Colombia,

desafortunadamente, mantenemos un régimen tributario en el cual las personas naturales pagan impuesto sobre sus rentas laborales pero no sobre las rentas de capital. Esto, como se ha discutido ininidad de veces, genera no solo grandes inequidades sino que termina por obligar a que las empresas tributen en forma compensatoria, con grave detrimento de su capacidad de competir en un mundo globalizado<sup>4</sup>.

#### d. Valoración patrimonial

Un problema adicional del impuesto al patrimonio tal como está previsto consiste en el riesgo de que la valoración de los patrimonios a 31 de diciembre de cada año sea manipulada con el propósito de minimizar el pago de los impuestos. Al tratarse de un impuesto sobre saldos a final de año, los estímulos son grandes a generar deudas y a sustituir activos gravados por activos que pueden deducirse para efectos del impuesto al patrimonio, tales como las acciones y participaciones en sociedades. Cabe recordar que en el pasado era frecuente ver compras masivas de acciones pocos días antes del fin de año y grandes ventas de las mismas pocos días después de iniciado el año nuevo. Este fenómeno se controló en el esquema actualmente vigente al establecerse que el impuesto al patrimonio se aplicaría sobre unos niveles de patrimonio de una fecha pasada (diciembre de 2010) y no sobre los de cada año. Aunque son claras las razones por las cuales el Gobierno plantea volver al sistema de mediciones anuales, los riesgos que eso conlleva son sustanciales.

#### e. Doble tributación

Otro de los problemas que el impuesto al patrimonio presenta es que implica una doble tributación, al gravar

bienes y capitales sobre los cuales ya se pagaron otras obligaciones tributarias, que típicamente corresponden a los impuestos de orden municipal. El caso más evidente es por supuesto el de las propiedades catastrales, sobre las cuales se paga el impuesto predial y, posteriormente, el impuesto al patrimonio. Llama la atención que el debate sobre doble tributación en Colombia se haya concentrado tradicionalmente en el caso de los impuestos a los dividendos, unos impuestos que existen en la mayor parte de los países y que generan muchas menos distorsiones que el impuesto al patrimonio, en lugar de dirigir su mirada a casos como éste.

#### En síntesis

La propuesta fiscal del gobierno reconoce la necesidad de recursos adicionales para cumplir con los objetivos presupuestales del próximo año. Más aun, recoge un claro compromiso de mantener con la regla fiscal como rector de la consolidación de las finanzas públicas. No obstante, existen varias consideraciones que deben tenerse en cuenta. Los inconvenientes técnicos y las distorsiones que generan tributos como el impuesto al patrimonio son importantes y deben ser evaluados con profundidad para buscar estrategias más efectivas, no solo desde el punto de vista de la efectividad del recaudo, sino con respecto a principios de eficiencia económica y equidad. Steiner y Medellín (2014) han planteado cambios en la configuración del impuesto al patrimonio de acuerdo con los cuales, si se insiste en mantener ese tributo, se gravaría únicamente a las personas naturales, aminorando así la carga tributaria sobre las empresas y dotando de mayor progresividad el sistema. En cualquier caso, la revisión de este tipo de propuesta debe hacerse con un enfoque comprensivo, en el que se tenga en cuenta que probablemente se necesita aumentar

<sup>4</sup> Ver Tanzi (2014).

de manera importante el recaudo tributario del Gobierno. Muy probablemente, en ese contexto habrá que volver a pensar en la necesidad de mayores tarifas de impuesto al

valor agregado y en mayores impuestos sobre las rentas de capital de las personas naturales, tratando en lo posible de hacer más eficiente y competitiva la tributación empresarial.

## Referencias

Fedesarrollo (2014). *Lo urgente o lo importante: el presupuesto de 2015 y sus retos de financiación*. Tendencia Económica, No. 134.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2014). Marco Fiscal de Mediano Plazo 2014.

Ministerio de Hacienda y Crédito Público (2014). Proyecto de Presupuesto General de la Nación 2015.

Steiner, R. y Medellín, J. (2014). *Elementos para una nueva reforma tributaria*. Perspectivas fiscales 2014-2018. Cuadernos de Fedesarrollo N. 52, abril de 2014.

Tanzi, V. (2014). *Taxation and Equitable Economic Development: A Historical Note*. Mimeo presentado en el Debate de Coyuntura de Fedesarrollo y el Woodrow Wilson Center, agosto 28 de 2014.

Villar, L. y D. Forero (2014). *Escenarios Alternativos y Necesidades de Recursos para el Cuatrienio*. Perspectivas fiscales 2014-2018. Cuadernos de Fedesarrollo N. 52, abril de 2014.



## La Inversión Extranjera de Portafolio y el comportamiento de la tasa de cambio en 2014\*

El escenario de amplia liquidez internacional de los últimos años facilitó la generación de importantes flujos de capitales de portafolio hacia las economías emergentes y condujo a aumentar de manera notable la participación de los inversionistas internacionales en la compra de títulos de deuda pública en dichas economías. Hasta el año 2012 Colombia no fue un actor importante de dicho proceso y se caracterizó por tener una participación relativamente baja en el destino de ese tipo de flujos, que típicamente se clasifican dentro de los capitales de corto plazo. En los dos últimos años, sin embargo, esta situación ha cambiado de manera drástica y los flujos de capitales de portafolio han sido protagonistas de gran importancia no solo en el mercado de deuda pública sino en la oferta de divisas en el mercado cambiario. Las fuertes presiones hacia la apreciación del peso que se observaron entre marzo y julio de 2014, cuando la tasa de cambio se redujo en cerca de 200 pesos por dólar, estuvieron íntimamente vinculadas con el fuerte aumento que experimentó la inversión extranjera de portafolio en ese período. Por su parte, la reversión de dicho proceso de apreciación cambiaria en el período más reciente, entre agosto y septiembre, puede estar vinculada de manera importante con una reducción en dichos flujos.

Entre las causas del aumento en la inversión extranjera de portafolio hacia Colombia en los dos últimos años se encuentra sin lugar a dudas el sobresaliente desempeño de los fundamentos macroeconómicos del país, que se han visto reflejados en la consolidación de calificaciones con grado de inversión para sus títulos de deuda pública. En adición a ello, y no menos importante, el gran auge de la inversión de portafolio en el período reciente ha estado vinculado a los beneficios otorgados en la reforma tributaria (Ley 1607) de 2012. Unidos al deterioro en la percepción sobre otras economías emergentes, esos beneficios tributarios facilitaron la recomposición de los portafolios internacionales, incrementando de manera notable la participación en dichos portafolios de los títulos de deuda pública colombiana.

---

\* La elaboración de este artículo contó con la asistencia de Maria Daniela Sánchez.

En efecto, fruto de estos elementos, el 19 de marzo de este año Colombia fue acreedor de una mayor participación en tres de los más reconocidos índices de deuda pública en moneda local de los mercados emergentes elaborados por el banco de inversión J.P. Morgan. Tal como lo reveló esta institución financiera, las mejoras en materia tributaria, en la cual se rebajó el impuesto a las inversiones extranjeras de portafolio del 33% al 14%, o al 25% para el caso de paraísos fiscales, al igual que las simplificaciones en el proceso de tributación de los inversionistas en el país<sup>1</sup> fueron el motor de esta decisión.

Los efectos de este anuncio no se hicieron esperar. La respuesta de la tasa de cambio entre el 19 y 20 marzo fue de una disminución cercana a los 17 pesos y la curva de los TES registró ese día una caída de 40 puntos básicos (pbs) en la parte larga y media de la curva de rendimientos. Tal como sucede típicamente en los mercados financieros, lo que entró en juego en ese momento fue el impacto del anuncio sobre las expectativas de los inversionistas y la reacción anticipada del mercado, ya que la entrada en vigencia de la medida sólo se iba a dar a partir del 30 de mayo con una duración fija de cuatro meses, hasta finales de septiembre.

Inicialmente, se fueron gestando diversas interpretaciones y cálculos sobre el monto de entrada de capitales de portafolio y su respectivo efecto sobre importantes variables cambiarias y financieras del país. Dado que el rebalanceo de los índices mencionados llega a su fin en el mes de

septiembre, resulta importante evaluar en la coyuntura actual cuáles fueron su magnitud y su impacto sobre la balanza cambiaria y la tasa de cambio. Más importante aún es dilucidar las perspectivas que puedan tener esos flujos de portafolio hacia Colombia en los próximos meses, cuando el proceso de rebalanceo ya no va a estar en acción. Lo que allí suceda tendrá implicaciones sobre las fuentes de financiación de la balanza de pagos del país y sobre el comportamiento de la tasa de cambio en lo que resta del año y en 2015. El presente artículo plantea algunas consideraciones al respecto.

### Índices de deuda pública de emergentes y el rebalanceo de J.P. Morgan

Los índices de deuda interna de los mercados emergentes cumplen un papel fundamental en el registro y seguimiento del comportamiento de los bonos de deuda pública en moneda local, a la vez que constituyen una herramienta importante en la gestión de portafolios en el ámbito internacional. Aun cuando se cuenta con cinco indicadores de referencia para estas economías<sup>2</sup>, los índices que elabora J.P. Morgan son los principales referentes de los fondos de inversión que compran ese tipo de títulos a nivel mundial.

El incremento en la ponderación de la deuda local de Colombia que el banco J.P. Morgan anunció el pasado 19 de marzo se concentra en tres de sus índices: en el GBI-EM Global Diversified (pasando de 3,2% a 8,0%),

<sup>1</sup> El Decreto 2218 de octubre de 2013 simplificó el cálculo de retención en la fuente y aclara que las retenciones solamente se realizarán en los días en los que los inversionistas perciban ingresos de recursos, como pagos de cupones o venta del título (antes, las retenciones se hacían mensualmente).

<sup>2</sup> Government Bond-Emerging Market Index (GBIEM) de JPMorgan, Markit iBoxx GEMX Indices, Citi RAFI Sovereign Emerging Markets Local Currency Bond Index Series, Citi Emerging Markets Government Bond Index (EMGBI) y Barclays Emerging Markets Local Currency Government Bond Index.

en el GBI-EM Global (de 1,81% a 5,60%) y en el Global Diversified 15% Index<sup>3</sup> (de 3,07% a 8,26%). Dentro de estos índices, el primero constituye la referencia de mayor envergadura ya que, de acuerdo con J.P. Morgan, de los 218 mil millones de dólares que toman como referencia esta familia de índices, cerca del 90% sigue esta referencia específica<sup>4</sup>. De acuerdo al cronograma establecido por el banco de inversión, la transición hacia la nueva ponderación se daría gradualmente entre mayo y septiembre.

#### Evolución de la Inversión Extranjera de Portafolio durante 2014 y su impacto en los mercados locales

Como es apenas natural, la iniciativa de aumentar el peso de las tenencias de deuda local colombiana dentro de los índices de J.P. Morgan se traduce principalmente en una mayor demanda potencial de los inversionistas que siguen el índice de Títulos de Tesorería (TES), y este efecto, a su vez, se refleja en un ingreso significativo de dólares. Un cálculo inicial y sencillo que hicieron varios analistas partía del supuesto de que cerca de USD195,7 mil millones estaban indexados al GBI-EM Global Diversified, lo que implicaba que el cambio de ponderación podría traducirse en una entrada de cerca de 9 mil millones de dólares al país en inversión de portafolio.

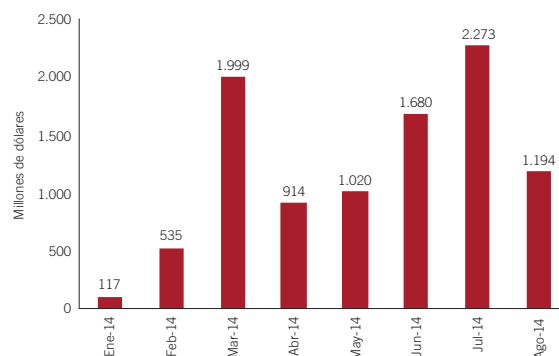
Con certeza, los datos observados de lo corrido de este año muestran que la inversión extranjera de portafolio ha exhibido un excepcional incremento en su flujo mensual promedio, que es casi tres veces superior al observado en 2013 y 22 veces el observado en promedio en los años 2007-2010 (Gráfico 1). Así, entre marzo y agosto de 2014,

Gráfico 1  
**INVERSIÓN EXTRANJERA DE PORTAFOLIO**

#### A. Promedio mensual

Periodo	Millones de dólares
2007-2010	49
2011	219
2012	273
2013	391
2014 (ene-ago)	1.217

#### B. Comportamiento mensual 2014



Fuente: Balanza Cambiaria - Banco de la República. (Datos al 29 de agosto de 2014).

han ingresado a Colombia USD9.080 millones, USD6.467 millones más que en el mismo periodo de 2013.

Más allá de destacar el notable aumento en los volúmenes de inversión extranjera de portafolio, es relevante dilucidar los distintos impactos que esos mayores flujos generaron en el mercado financiero durante el segundo y tercer trimestre, los cuales se resumen en: una apreciación del peso colombiano, la valorización de los TES, y la recomposición del universo de tenedores de deuda local.

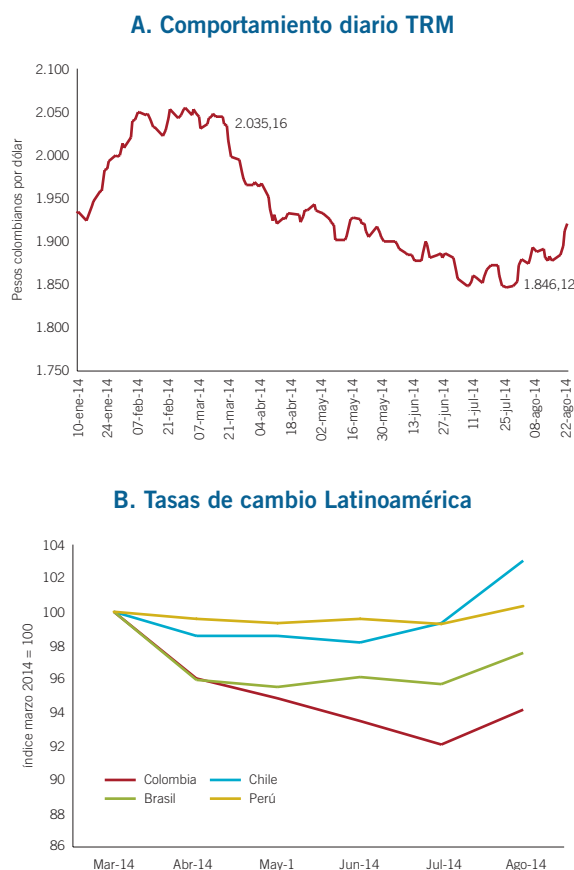
<sup>3</sup> Cuya barrera de entrada radica en que los países deben contar con el grado de inversión de las tres agencias calificadoras y en este índice cada país solo puede alcanzar como máximo un 15% de participación en el índice.

<sup>4</sup> Ver Banco de la República, *Reportes del Emisor*, No. 179, abril de 2014.

Respecto al primero de ellos, tras un primer trimestre del año donde la turbulencia en los países emergentes se había reflejado en depreciaciones significativas en los países de América Latina, el flujo adicional de dólares que ingresaron al mercado local colombiano condujo a una apreciación del peso que llegó a ser del 9,3% entre 19 de marzo y el 23 de julio (Gráfico 2, Panel A). Esa apreciación en el caso colombiano resulta ser mayor a la de otras monedas de la región en el mismo periodo (Gráfico 2, Panel B).

Un segundo impacto de los flujos de inversión extranjera de portafolio estuvo relacionado con la valoración

**Gráfico 2**  
**EVOLUCIÓN DE LA TASA DE CAMBIO**



Fuente: Banco de la República - Pacific Exchange Rates.

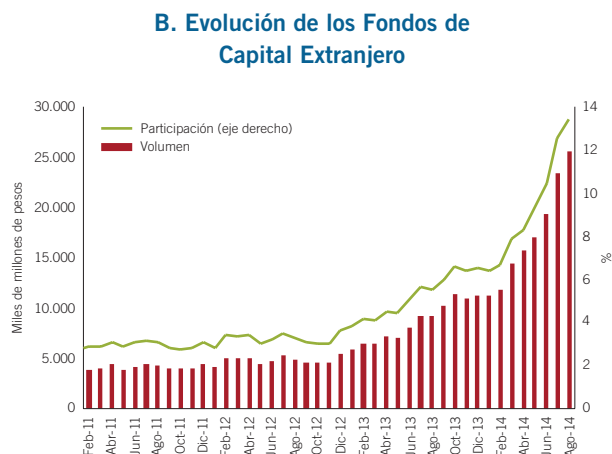
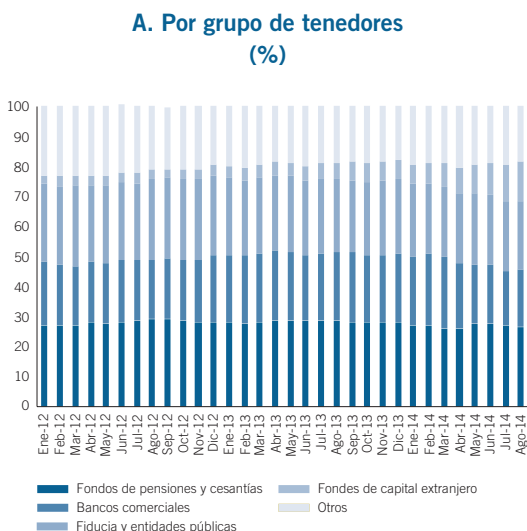
de los títulos de tesorería (TES). Luego de la noticia de J.P. Morgan y sobrepasando un escenario de expectativas de aumentos en la tasa de intervención del Banco de la República, la tasa de los TES de referencia a 10 años (2024) bajó del 7,2% a principios de marzo hasta llegar a un valor mínimo de 6,13% el 9 de abril, y en los siguientes cuatro meses del año (mayo a agosto) se ha transado en promedio al 6,47%. Esto, por supuesto tiene un efecto importante de reducción en el costo de la deuda pública.

Finalmente, uno de los efectos de mayor relevancia producto del rebalanceo de los índices de J.P. Morgan fue el incremento en la participación de los inversionistas extranjeros dentro del conjunto de tenedores de TES. Este grupo de tenedores de deuda local aumentó su participación en las tenencias de TES en pesos dentro del saldo de deuda local del 3,83% en enero de 2013 al 6,65% en febrero de 2014. No obstante, luego del 19 de marzo de 2014, tras los anuncios del rebalanceo del índice de J.P. Morgan, ese porcentaje repuntó con mayor rapidez incrementándose alrededor de cuatro puntos porcentuales en tan solo 4 meses, al pasar del 7,88% en marzo a 13,4% en agosto de 2014 (Gráfico 3).

### Fin del rebalanceo y sus riesgos hacia el futuro

Tras la fuerte caída en la tasa de cambio que se observó entre marzo y julio, la tendencia hacia la apreciación se revirtió rápidamente en el periodo más reciente. En efecto, la tasa de cambio alcanzó su nivel mínimo de 1.846 pesos por dólar el 23 de julio y a partir de esa fecha ha ascendido en más de 8% en menos de dos meses, hasta alcanzar niveles cercanos a los 2.000 a mediados de septiembre lo cual puede estar relacionado con la expectativa de una moderación en el ingreso de inversión de portafolio en el futuro y con el comportamiento reciente observado en las monedas de la región.

Gráfico 3  
COMPOSICIÓN DE LA DEUDA PÚBLICA



Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público (Investors Relation Colombia - IRC).

La pregunta que surge en este contexto se refiere al grado en que la inversión extranjera de portafolio seguirá en el futuro financiando los faltantes en la cuenta corriente de la balanza de pagos y generando excesos de divisas en el mercado cambiario. Vale recordar que a pesar del auge minero energético, Colombia ha registrado durante los últimos años déficits de magnitud importante en la cuenta corriente. En promedio para los años comprendidos entre 2010 y 2013, esos déficits representaron un 3,2% del PIB y fueron financiados de una manera significativa (y bastante sana) por flujos de inversión extranjera directa (IED) (4,4% del PIB en promedio). No obstante, durante 2014, el déficit en cuenta corriente es significativamente más alto que en los años precedentes (se prevé un 3,7% del PIB para el año completo y en el primer trimestre alcanzó un 4,6% del PIB). Además, la financiación de dicho déficit sufrió un cambio importante en su composición al observarse una desaceleración en la entrada de inversión extranjera directa, que en lo corrido del año hasta agosto muestra una caída anual de 8,4% según cifras de la balanza cam-

biaria, acompañada de un incremento significativo de los flujos de portafolio, en gran medida como consecuencia del rebalanceo de los índices de J.P. Morgan.

Ante los signos de que los impactos positivos de dicho rebalanceo sobre los flujos de portafolio están llegando a su fin, podría deducirse que el comportamiento de la tasa de cambio en lo que resta de 2014 y durante 2015 estará determinado en mayor grado por elementos comunes a las monedas de países emergentes, como lo es la velocidad de la normalización de la política monetaria en EEUU y el comportamiento de los precios de nuestros productos básicos de exportación, en particular el petróleo. La tendencia descendente que se ha observado en los últimos días en el precio internacional del petróleo, la cual resulta particularmente llamativa por cuanto se da en un contexto de grandes dificultades geopolíticas en zona clave para el suministro del crudo (Irak) y para el transporte del gas ruso hacia Europa (Ucrania), genera múltiples inquietudes sobre las proyecciones de nuestra balanza de pagos y so-

bre el ajuste que será necesario en la tasa de cambio para mantener el equilibrio en los flujos de oferta y demanda de divisas. Confiar en que los flujos de capital de portafolio

sean la principal fuente de oferta de divisas y de financiamiento del déficit en la balanza de pagos, como lo fueron entre marzo y agosto, resultaría una apuesta de alto riesgo.

## Referencias

Banco de la República. (Abril de 2014). *Análisis del impacto en Colombia de la recomposición de los índices de JP Morgan de deuda local de países emergentes*. Reportes del Emisor.

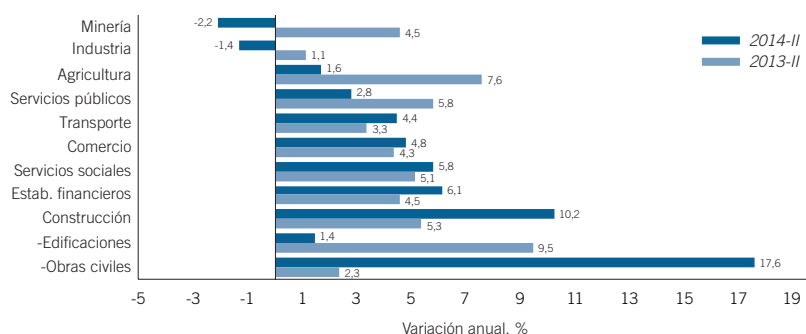
Investigaciones económicas Corficolombiana. (Mayo 6 de 2014). Más o menos. Informe de renta fija.

## Actividad productiva

En el segundo trimestre del año, la economía colombiana registró una expansión anual de 4,3%, ubicándose 50 pbs por debajo del promedio de los analistas consultados por la Encuesta de Opinión Financiera de Fedesarrollo y la Bolsa de Valores de Colombia.

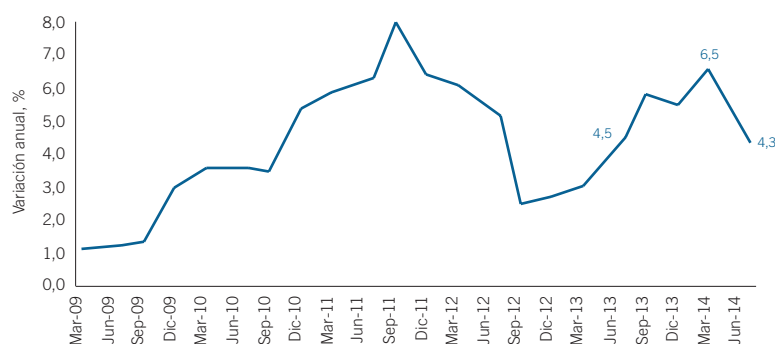
En línea con lo observado en el primer trimestre, el crecimiento estuvo jalonado esencialmente por la construcción, en particular por el componente de obras civiles y, en menor medida, por los sectores de establecimientos financieros y servicios sociales. Por otra parte, tanto la industria como el sector de minas y canteras registraron variaciones anuales negativas de 2,2% y 1,4%, respectivamente.

■ Gráfico 1. Crecimiento del PIB por sectores de actividad productiva



Fuente: DANE.

■ Gráfico 2. Evolución PIB trimestral

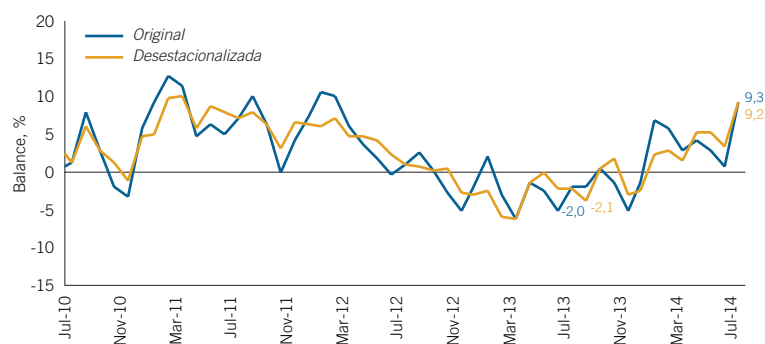


Fuente: DANE.

■ Gráfico 3. Índice de Confianza Industrial (ICI)

El indicador de confianza industrial mostró un sustancial avance en julio, completando de esa forma siete meses consecutivos en terreno positivo, y alcanzando su nivel más alto a lo largo del año en curso.

Tras analizar los componentes del Índice de Confianza Industrial (ICI) del mes, se observa un claro patrón al alza en el componente de expectativas a tres meses desde marzo de este año, lo que ha permitido mantener un balance positivo en el indicador agregado.



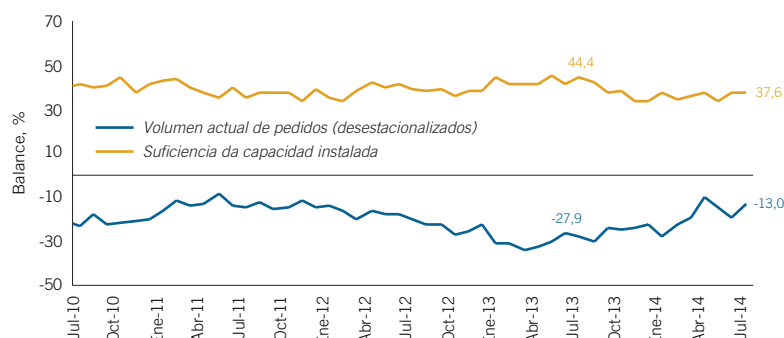
Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

\* La elaboración de esta sección contó con la asistencia de Camila Orbeagozo.

El balance del volumen actual de pedidos, descontando un ligero deterioro en junio, exhibe un sostenido crecimiento desde el primer mes de 2014. En particular, este indicador ha aumentado cerca de 13,0 pps entre enero y agosto de este año.

En agosto, el nivel de suficiencia de la capacidad instalada se mantiene virtualmente inalterado respecto a julio. No obstante, frente al mismo mes de 2013 presenta una importante caída de 6,8 pps, lo cual es un indicio positivo sobre el uso de esa capacidad.

■ Gráfico 4. Volumen de pedidos y suficiencia de la capacidad instalada en la industria

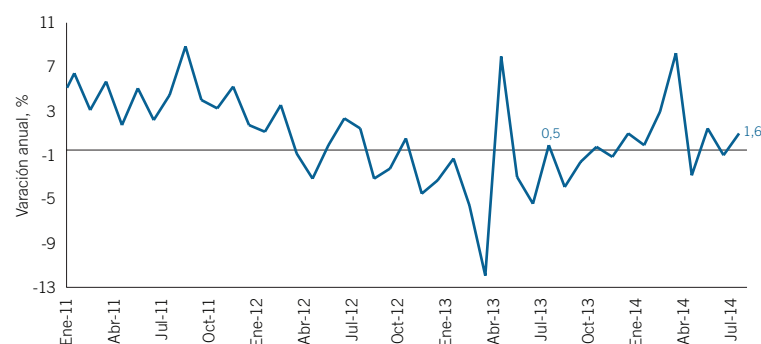


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

Tras la desaceleración experimentada por el Índice de Producción Industrial (IPI) en junio y en línea con el balance positivo del índice de Confianza Industrial (ICI), el indicador excluyendo trilla de café presentó una recuperación moderada en julio, registrando una variación anual de 1,6%.

Los sectores que contribuyeron en mayor medida al resultado de la industria de julio fueron los de vehículos automotores y productos de molinería y almidones, que exhibieron crecimientos interanuales de 21,9% y 8,6% respectivamente.

■ Gráfico 5. Índice de Producción Industrial (IPI) sin trilla de café



Fuente: DANE y cálculos Fedesarrollo.

Tras permanecer en balances históricamente altos desde diciembre de 2013, la confianza de los comerciantes volvió a aumentar en julio y se compara de manera muy favorable con los valores de los últimos 28 meses.

En la última medición, el avance del Índice de Confianza Comercial (ICCO), respecto a los niveles de julio de 2013 y de 2012, se encuentra respaldado por la mayor confianza de los comerciantes en la situación económica actual de su negocio, así como por un importante progreso en sus expectativas a seis meses.

■ Gráfico 6. Índice de Confianza Comercial (ICCO)



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



## Gráfico 7. Evolución de los pedidos y la demanda en el comercio

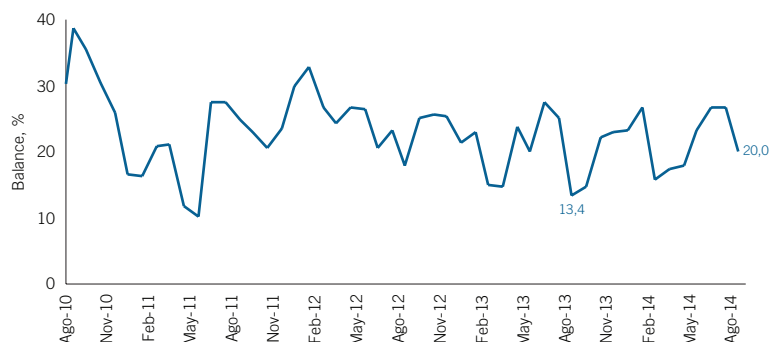


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión Empresarial (EOE).

En línea con la tendencia al alza que evidencia el Índice de Confianza Comercial (ICCO), en agosto, los balances de los pedidos a proveedores y la demanda actual aumentaron frente al valor del mes inmediatamente anterior.

En términos anuales, los resultados de la más reciente encuesta empresarial revelan que la percepción de los comerciantes de su demanda actual y de sus pedidos a proveedores sigue siendo muy positiva frente al mismo registro de los últimos dos años.

## Gráfico 8. Índice de Confianza al Consumidor (ICC)

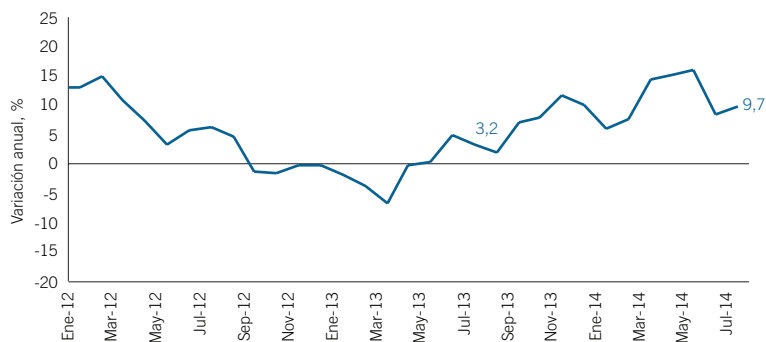


Fuente: Fedesarrollo - Encuesta de Opinión al Consumidor (EOC).

En agosto, el Índice de Confianza de los Consumidores (ICC) mostró un retroceso frente al mes anterior. Sin embargo, gracias a la dinámica observada en el componente de condiciones económicas actuales, dicho indicador sigue siendo superior al observado un año atrás.

En línea con el contraste positivo que el ICC exhibe frente un año atrás, el comportamiento de la confianza del consumidor se muestra favorable para las cuatro ciudades de la muestra.

## Gráfico 9. Despacho de cemento gris



\*Promedio móvil tres meses

Fuente: DANE.

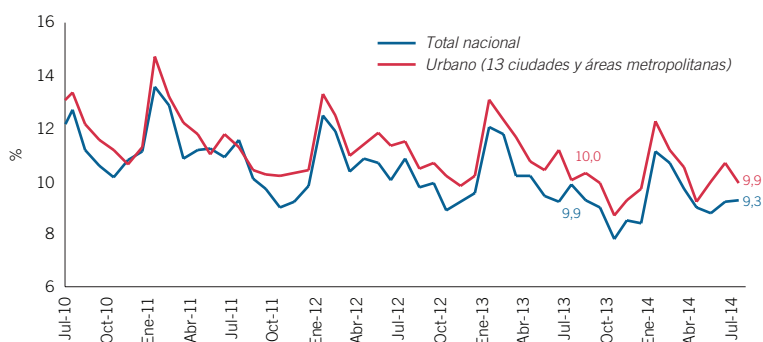
En lo corrido del año, a julio de 2014, la producción de cemento gris se ubicó en 6.983 mil toneladas, lo cual representa un crecimiento de 12,2% frente al mismo periodo un año atrás.

Por su parte, los despachos mensuales de cemento gris se incrementaron 8,1% con respecto a julio de 2013. A nivel departamental, los despachos evidenciaron variaciones positivas en 23 de los 26 departamentos de la muestra, dentro de los cuales cabe destacar el incremento en los despachos de Quindío y Arauca (55,5% y 36,5% respectivamente).

En julio de 2014, la tasa de desempleo nacional se ubicó en 9,3%, 0,6 puntos porcentuales (pps) por debajo de la cifra registrada en el mismo mes del año pasado. Este hecho se explicó principalmente por la caída de 5,6% anual en el total de desocupados, mientras el número de ocupados creció un 1,1% en el mismo periodo.

Por veintidós meses consecutivos, la tasa de desempleo continuó sin registrar incrementos interanuales, ratificando así la dinámica positiva observada en el mercado laboral.

## Gráfico 10. Tasa de desempleo

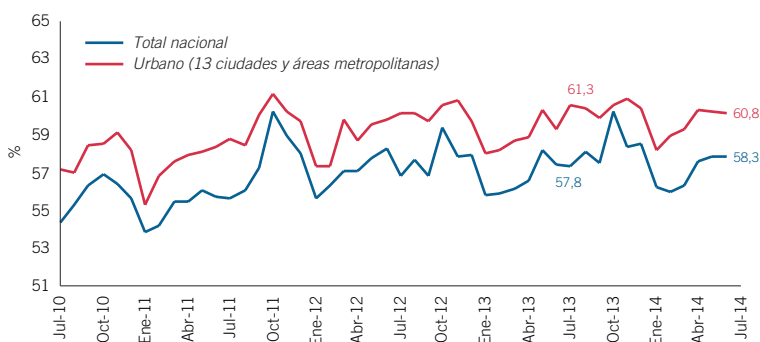


Fuente: DANE.

## Gráfico 11. Tasa de ocupación

En julio de 2014, la tasa de ocupación presentó una reducción interanual de 0,2 pps, lo que estuvo asociado al crecimiento de 1,1% en el total de ocupados, por debajo del crecimiento de la población en edad de trabajar.

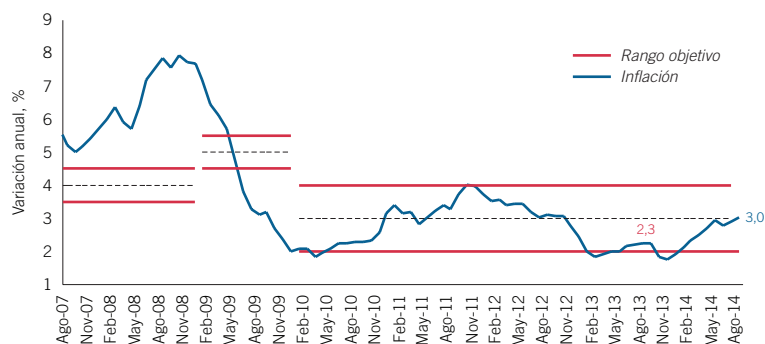
Si bien la tasa de ocupación registró una ligera reducción en julio de 2014, esto no mermó la evolución favorable de la tasa de desempleo, como resultado de una sustancial caída interanual en la tasa global de participación (0,6 pps).



Fuente: DANE.

## Sector financiero y variables monetarias

### Gráfico 12. Inflación y rango objetivo del Banco de la República

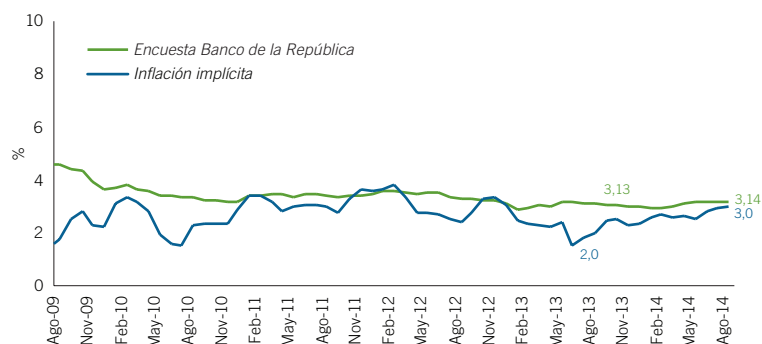


Fuente: DANE y Banco de la República.

En agosto, la inflación mensual se ubicó en 0,2%, por encima del valor esperado por el mercado. Esta cifra es la más alta para un mes de agosto en los últimos ocho años. Adicionalmente, la inflación anual se ubicó por encima del punto medio del rango objetivo (3,02%), hecho que no sucedía desde octubre de 2012.

La inusual variación mensual en el nivel de precios obedeció principalmente a la evolución de la inflación de alimentos, por cuenta de los rubros de frutas (2,63%), pescados (1,19%) y carnes (0,7%).

### Gráfico 13. Expectativas de inflación\*



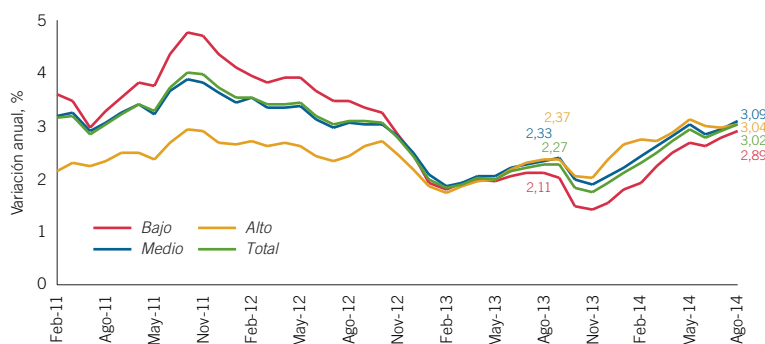
\*12 meses adelante.

Fuente: Banco de la República y Bloomberg.

Si bien la tasa de intervención del Banco de la República se ha incrementado sostenidamente, en agosto de 2014 las expectativas de inflación de los agentes del mercado -para un horizonte de 12 meses- se han mantenido ligeramente por encima del punto medio del rango objetivo (3,14%).

Por otro lado, en agosto las expectativas de inflación implícitas en el diferencial entre el rendimiento de los TES tasa fija y aquellos indexados a la inflación se ubicaron en 3%, mostrando un incremento de 0,5 pps en los últimos tres meses.

### Gráfico 14. Inflación por nivel de ingreso



Fuente: DANE.

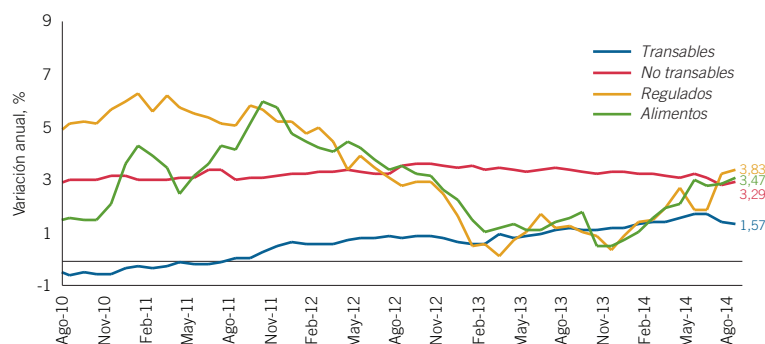
El nivel de los precios de las personas con menores ingresos fue el que presentó la mayor aceleración anual, en la medida que su respectiva inflación se incrementó en 0,78 pps, en comparación al aumento en 0,75 pps de la inflación general.

Si bien el nivel de precios del segmento más pobre fue el que exhibió la mayor aceleración en el último año, actualmente presenta el menor nivel de inflación en términos anuales (2,89%), mientras la mayor inflación se encuentra en el segmento de ingresos medios (3,09%).

## Gráfico 15. Inflación por componentes

El componente que más se aceleró fue el de regulados, que a su vez exhibió la mayor inflación en agosto de 2014 (3,83%).

Lo anterior se explica principalmente por la presión que está ejerciendo el rubro de servicios públicos, los cuales exhibieron una inflación de 6,26%.

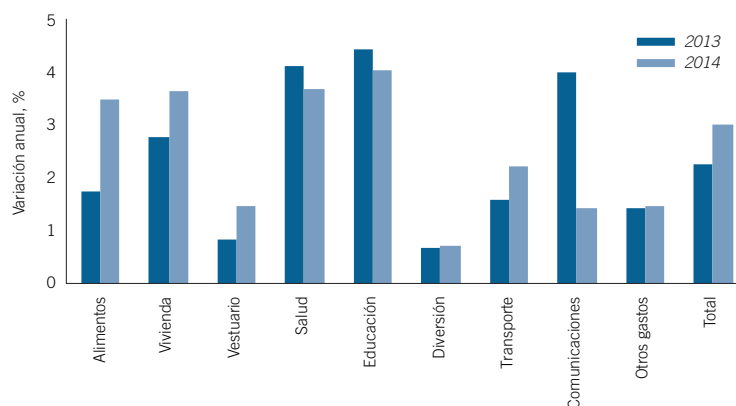


Fuente: Banco de la República.

## Gráfico 16. Inflación por grupos de gasto con corte a agosto

En agosto, los grupos de gasto con mayores incrementos en sus niveles de precios siguen siendo educación, salud y, en menor medida, vivienda, con inflaciones anuales de 4,1%, 3,68% y 3,63% respectivamente.

La aceleración en el nivel general de precios se explica por la evolución del rubro de alimentos, cuya inflación anual se incrementó en 1,7 pps. En particular, la inflación anual de 14,5% en frutas y 7,2% en tubérculos y plátanos jalonó dicho resultado.

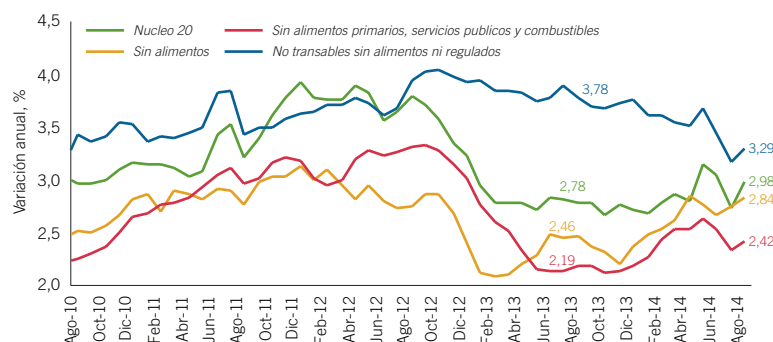


Fuente: DANE.

## Gráfico 17. Medidas de inflación básica

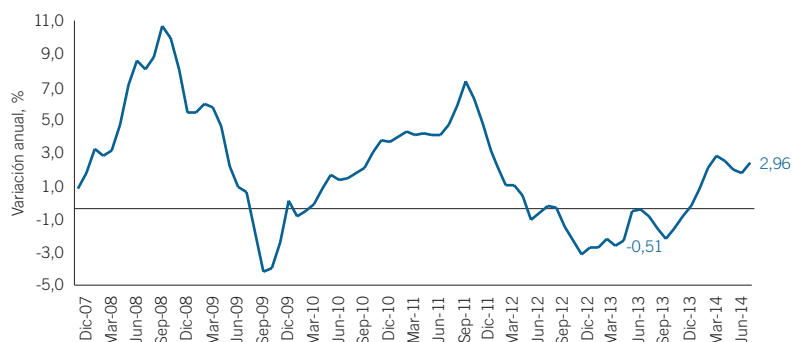
En agosto de 2014 todas las medidas de inflación básica presentaron un incremento, reflejando un incremento de las presiones de demanda sobre el nivel de precios.

Si bien la inflación de no transables excluyendo alimentos y regulados sigue siendo la más alta entre estos indicadores, es la única que se ha reducido en el último año. Lo anterior se explica por el hecho de que tanto alimentos como regulados han contribuido en mayor proporción a la inflación general.



Fuente: Banco de la República.

## Gráfico 18. Índice de Precios del Productor (IPP)

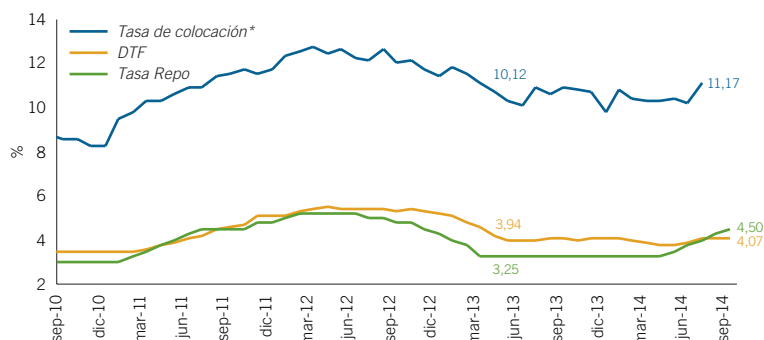


Fuente: DANE.

El Índice de Precios del Productor presentó una variación interanual de 3,0% en agosto, crecimiento que es 3,5 pps superior al registrado en el mismo mes del año pasado (-0,51%).

Desagregando por actividad económica, la mayor variación interanual en el nivel de precios al productor se registró en agricultura (9,4%) y pesca (6,4%). Por otra parte, al desagregar por la procedencia de los bienes, se encuentra que el incremento se explica en esencia por el rubro de producidos y consumidos (3,6%), mientras importados y exportados se mantuvo relativamente inalterado (0,10% y -0,6% respectivamente).

## Gráfico 19. Tasas de interés

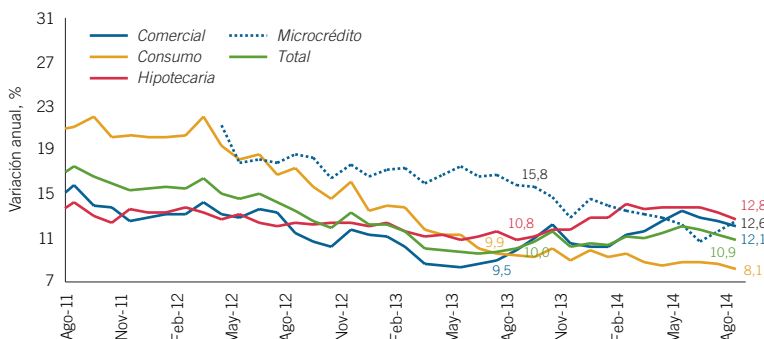


\* La tasa de colocación incluye créditos de consumo, ordinario, preferencial y tesorería.  
Fuente: Banco de la República.

El Banco de la República incrementó por quinto mes consecutivo su tasa de intervención, situándola en 4,5% para el mes de septiembre. La Junta tomó esta decisión considerando la dinámica positiva de la economía en la mayoría de los sectores y el hecho de que la tasa de interés real sigue estimulando la actividad económica.

Por su parte, la DTF se mantiene en niveles relativamente constantes desde mediados del año pasado, registrando 4,07% para el mes de septiembre. Por su parte, la tasa de colocación en septiembre vio un incremento de 93 pbs respecto al mes anterior, situándose en 11,17%, el nivel más alto registrado desde enero de 2013.

## Gráfico 20. Cartera real por tipo de crédito



Fuente: Banco de la República y cálculos fedesarrollo.

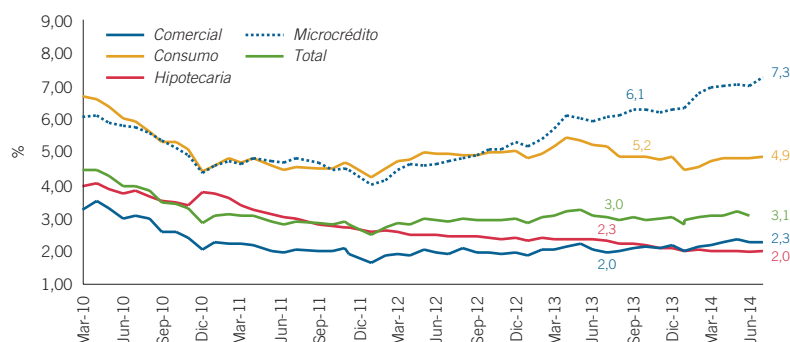
Por tercer mes consecutivo desde mayo, la cartera de crédito exhibe una desaceleración de su ritmo de expansión. Lo anterior va en línea con los sostenidos aumentos de la tasa de intervención del Banco de la República en los últimos meses.

La caída en la tasa de crecimiento del crédito se explica por desaceleraciones en las carteras de consumo, comercial e hipotecaria. La cartera de microcrédito, por su parte, registra aumentos en su tasa de crecimiento desde el mes de junio.

Después de ubicarse en su máximo nivel en lo corrido del año, la relación entre la cartera vencida y total de crédito cayó de 3,2% en mayo a 3,1% en junio. Sin embargo, el nivel actual se mantiene por encima del promedio de los últimos doce meses.

Desagregando por modalidad de cartera, se observa un deterioro importante en la de microcrédito, cuyo indicador de cartera vencida pasó de 7% en mayo a 7,3% en junio.

■ Gráfico 21. 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.

Después de la caída exhibida en el mes de junio, el índice COLCAP completa casi dos meses de valorizaciones. En efecto, entre el 10 de junio y el 3 de septiembre presentó un incremento de 6,3%.

En el mes de agosto, el índice COLCAP se ubicó en promedio en 1.736, con un aumento del 2,4% respecto al promedio del mes anterior.

■ Gráfico 22. Índice COLCAP

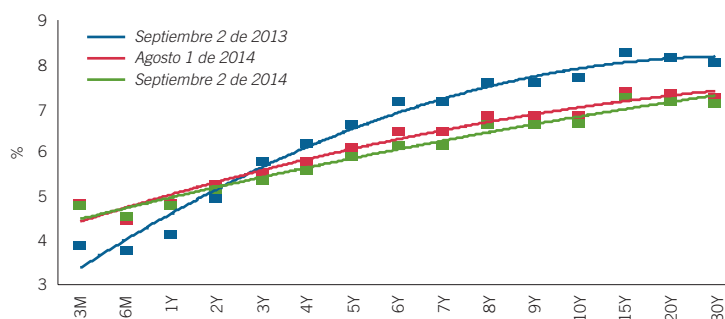


Fuente: Banco de la República.

A inicios de septiembre, la curva de rendimientos de los TES disminuyó su pendiente respecto al mes anterior. A excepción de los títulos con vencimiento a seis meses, tanto en la parte corta como en la parte larga se presentaron valorizaciones de los bonos colombianos.

Las mayores valorizaciones de la curva se presentaron en los títulos de mediano plazo. En particular, los títulos que más se valorizaron fueron los de vencimiento a 6 y 7 años, cuyas tasas se redujeron en cerca de 30 pbs.

■ Gráfico 23. Curva de rendimientos TES para Colombia



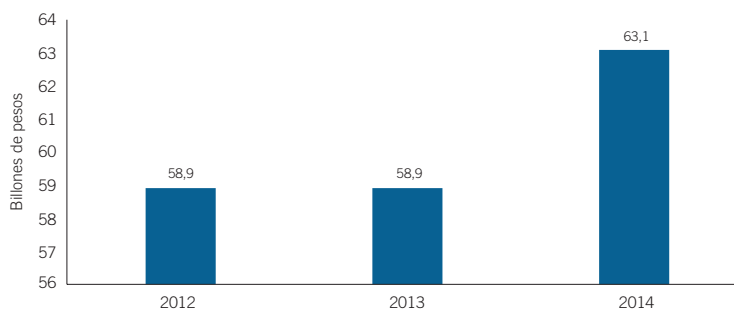
Fuente: Bloomberg.

## Sector fiscal

### Gráfico 24. Recaudo tributario acumulado a junio

El recaudo tributario acumulado a junio exhibió un crecimiento de 7,1% frente al mismo periodo en 2013 y se ubicó en 63,1 billones de pesos.

Cabe mencionar que el monto recaudado por el impuesto de renta en la primera mitad el año se contrajo 24,4%. Sin embargo, el incremento en el recaudo del IVA (11,9%) y el recaudo percibido por el CREE, el cual ya supera los 9 billones de pesos, compensaron dicho resultado.

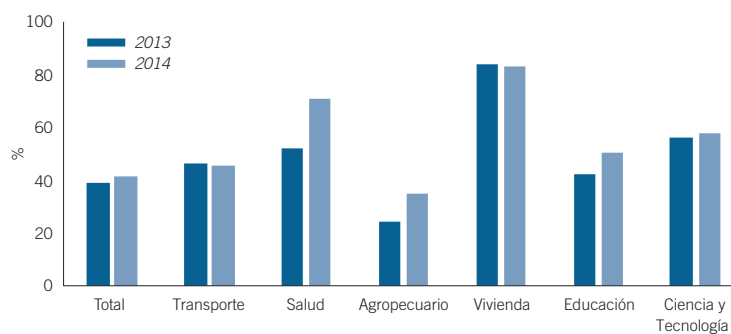


Fuente: DIAN.

### Gráfico 25. Ejecución presupuestal en inversión\* (Acumulada a julio)

El porcentaje de ejecución acumulada a julio de 2014 del presupuesto de inversión se incrementó 2,3 pps frente al mismo periodo en 2013.

Tras desagregar la ejecución por sectores de inversión, se encuentra que la mayor variación anual en el porcentaje de ejecución se registró en salud (18,9 pps) y en el sector agropecuario (11,3 pps).

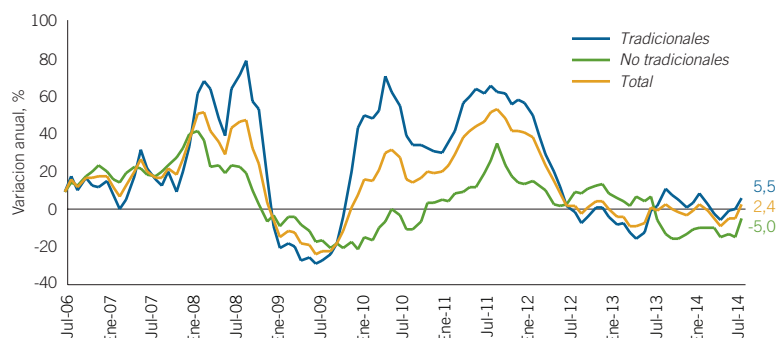


\* Obligaciones/Apropiación.

Fuente: Dirección General del Presupuesto Público Nacional.

## Sector externo

■ Gráfico 26. Exportaciones tradicionales y no tradicionales\*



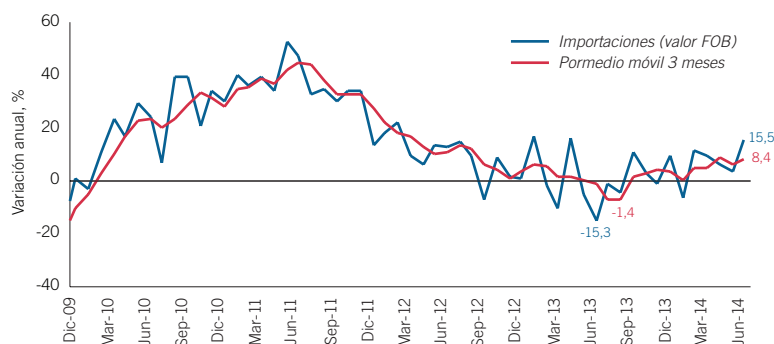
\* Variación anual de las exportaciones tradicionales y no tradicionales en promedios móviles a tres meses.

Fuente: DANE.

En julio del presente año, el promedio móvil de tres meses de las exportaciones colombianas presentó un ligero crecimiento anual de 2,4%, exhibiendo un repunte frente a la caída de 3,7% registrada en el primer semestre del año.

Las ventas externas de productos diferentes a combustibles, café y ferroníquel, las llamadas “no tradicionales”, siguieron mostrando tasas de crecimiento negativas, que para el mes de julio fueron de -5%.

■ Gráfico 27. Importaciones

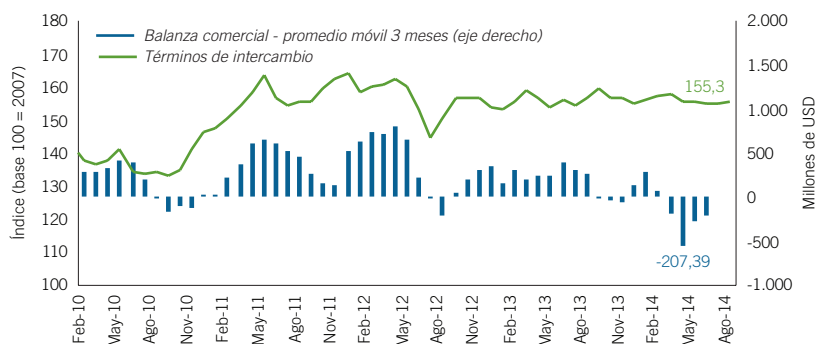


Fuente: DANE.

En junio del presente año, las compras externas del país presentaron un incremento anual de 15,5%, explicado principalmente por el aumento del grupo de combustibles (74%), debido al cierre de la planta de REFICAR y, en menor medida, por el grupo de manufacturas (5,7%).

Durante los primeros seis meses del año, el 30,8% de las importaciones colombianas se originaron en Estados Unidos, 17,4% en China y 8% en México.

■ Gráfico 28. Evolución de la balanza comercial y los términos de intercambio



Fuente: Banco de la República - DANE.

En el primer semestre del año, la balanza comercial se ubicó en terreno negativo (del orden de US\$202,1 millones mensuales en promedio), lo cual estuvo asociado al declive en el valor de las ventas externas frente al buen dinamismo de las importaciones.

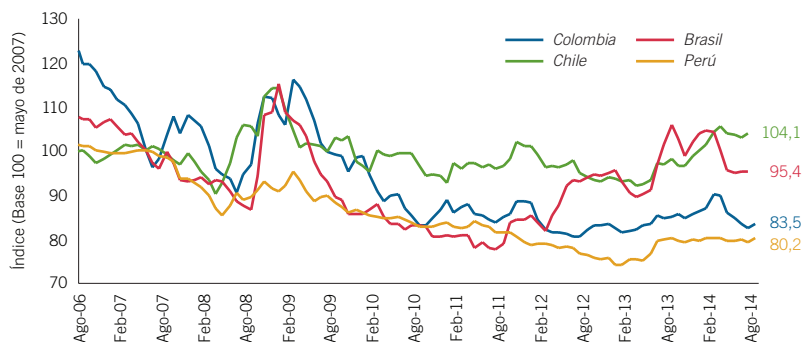
Para el octavo mes del año, el poder de compra de las exportaciones se mantuvo relativamente estable, dado que el indicador de términos de intercambio permaneció alrededor de su valor promedio del último año.



## Gráfico 29. Tasa de cambio real de Colombia, Chile, Brasil y Perú

En lo corrido del año a agosto, las principales economías del continente exhibieron una desvalorización real en sus respectivas monedas. La excepción a lo anterior es Perú, país que ha mantenido prácticamente invariable el valor de su moneda durante el último año.

Contrario a la fuerte desvalorización de la moneda brasileña durante los primeros meses del año, recientemente el valor del real brasileño se ha mantenido relativamente estable.



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

## Gráfico 30. Comportamiento del tipo de cambio

Tras la fuerte caída en el tipo de cambio que se observó entre marzo y julio, la tendencia hacia la apreciación se revirtió rápidamente en el período más reciente. En efecto, a partir de finales de julio, el tipo de cambio ha ascendido en más de 8%, hasta alcanzar niveles cercanos a los 2.000 pesos a mediados de septiembre.

El ascenso del tipo de cambio colombiano coincide con el comportamiento observado en otras monedas de la región y la perspectiva de una eventual desaceleración de los flujos de inversión de portafolio.

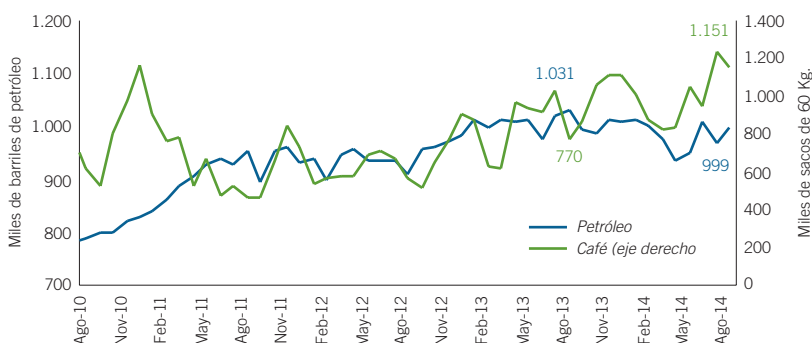


Fuente: Banco de la República.

## Gráfico 31. Producción de café y petróleo

La producción de petróleo en agosto se contrajo 3,1% frente a lo registrado un año atrás, durante el mes la producción diaria se ubicó en 999 mil barriles en promedio. De esta forma, la producción media del año se ubicó en 982 mil barriles diarios.

Por su parte, la producción de café en agosto se ubicó en cerca de 1,2 millones de sacos de 60 kilos, exhibiendo un crecimiento interanual de 49%. Cabe resaltar que dicha cifra no se alcanzaba para el mismo mes desde hace ocho años.



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

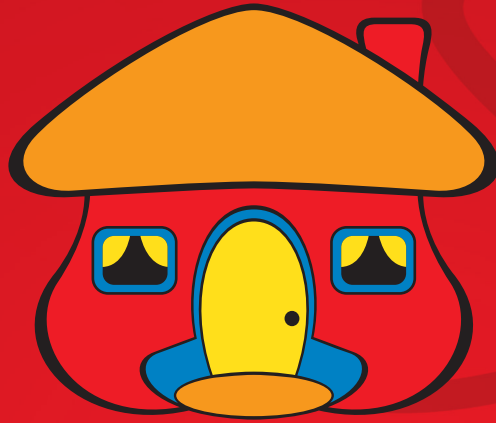
## CALENDARIO ECONÓMICO

### Octubre 2014\*

Lunes	Martes	Miércoles	Jueves	Viernes
29	30	1 Producto Interno Bruto Zona Euro	2 Indicador de Seguimiento de la Economía ISE  Reunión de Política Monetaria BCE	3 Índice de Precios del Productor IPP  Tasa de desempleo Estados Unidos
6	7 Exportaciones	8 Producto Interno Bruto China	9	10
13 Encuesta de Opinión del Consumidor EOC	14	15	16 Muestra Mensual Manufacturera	17 Producto Interno Bruto Departamental
20 Importaciones	21	22 Índice de Precios al Consumidor Estados Unidos	23 Encuesta de Opinión Empresarial de Fedesarrollo (ICI-ICCO)*	24
27 Encuesta de Opinión Financiera (EOF)	28	29 Reunión de política monetaria de la FED	30 Producto Interno Bruto Estados Unidos Reunión Junta Directiva Banco de la República	31 Indicadores del Mercado Laboral

\* La fecha de publicación de las encuestas de opinión de Fedesarrollo son sujetas a cambios.

Fuente: DANE, Bloomberg y EuroStat.



# DAVIVIENDA

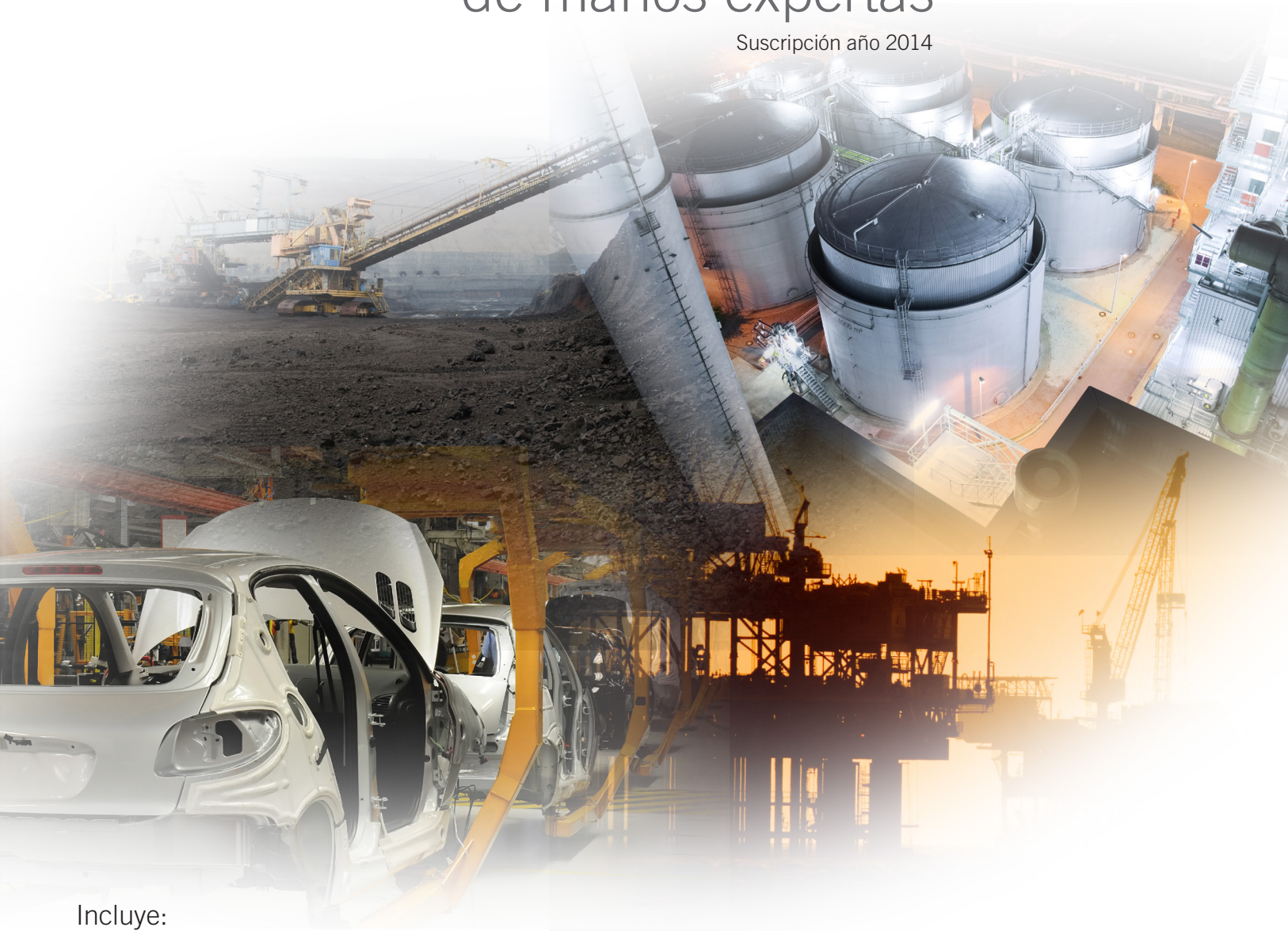
---

APOYAMOS  
EL CRECIMIENTO  
**DEL PAÍS**

---

# Una Prospectiva Económica de manos expertas

Suscripción año 2014



Incluye:

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

## Informes Oficina Comercial

Teléfono (571) 325 97 77 Ext.: 34013651332

E-mail: [comercial@fedesarrollo.org.co](mailto:comercial@fedesarrollo.org.co) | [www.fedesarrollo.org.co](http://www.fedesarrollo.org.co)

Calle 78 No. 9-91 | Bogotá, Colombia