



Informe de Política Monetaria

Juan José Echavarría
Gerente General, Banco de la República

12 de noviembre de 2020

El Banco de la República, la entidad que más **confianza** genera entre los colombianos

¿Qué tanta confianza le generan las siguientes instituciones nacionales?



Fuente: Cifras y Conceptos (Noviembre de 2020)



TEMAS

EL PRONÓSTICO MACROECONÓMICO

LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

PRONÓSTICOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN

POLÍTICA MONETARIA

CONCLUSIONES



TEMAS

EL PRONÓSTICO MACROECONÓMICO

LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

PRONÓSTICOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN

POLÍTICA MONETARIA

CONCLUSIONES

El pronóstico macroeconómico

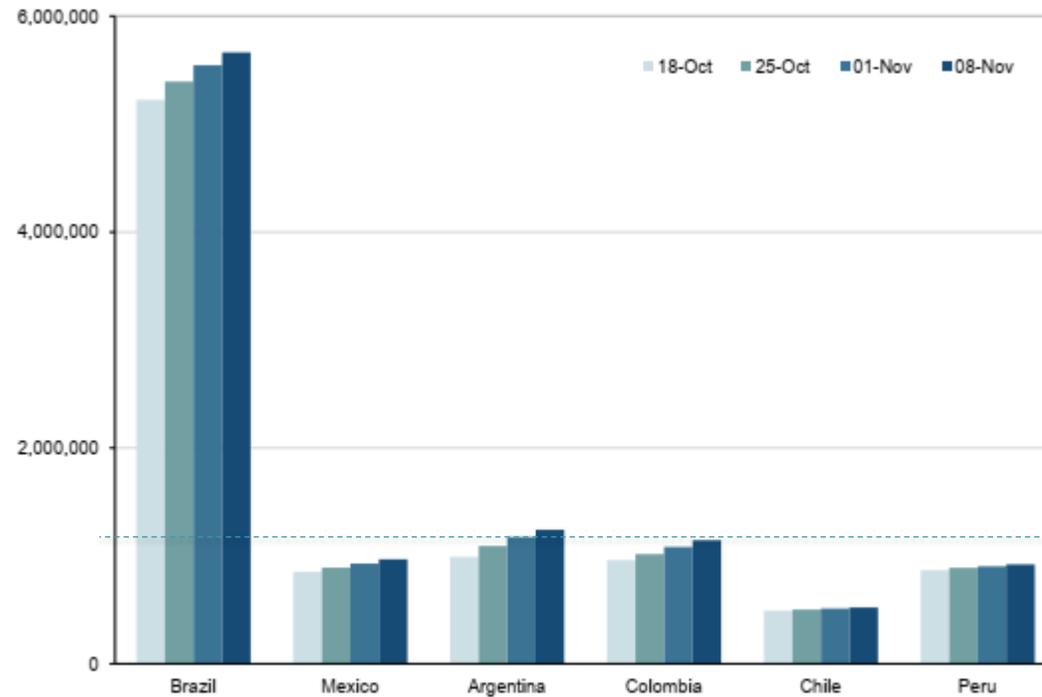
- ¿Qué es?
 - ✓ Ejercicio de **proyección** de las principales variables macroeconómicas del país
 - ✓ en un horizonte de **dos años...**
 - ✓ Condicionado a
 - ✓ supuestos/proyecciones de variables económicas del **exterior**
 - ✓ a la evaluación del **estado actual** de la economía colombiana...
 - ✓ y a un comportamiento de la **política monetaria** que garantice:
 - ✓ (i) que la inflación se mantenga en o converja a la meta del 3%
 - ✓ (ii) que la economía converja a operar a plena capacidad
- ¿De quién es?
 - ✓ El pronóstico es del EQUIPO TÉCNICO del Banco de la República (recoge sus supuestos, proyecciones e interpretación de los datos)

Choques y respuesta de política

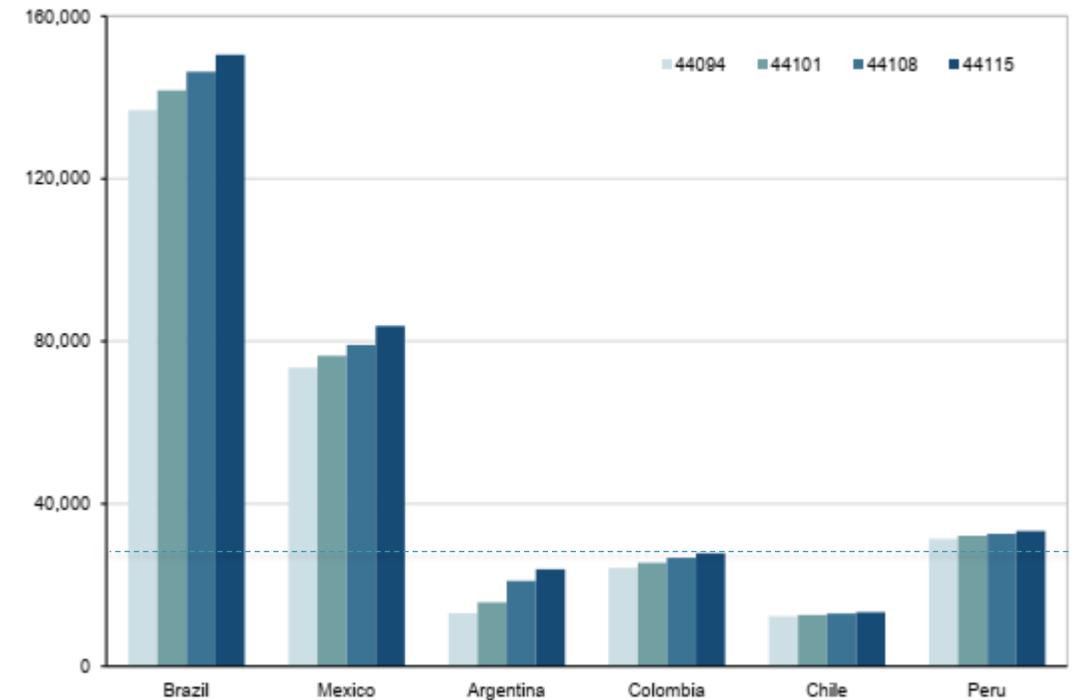
- Choques de Covid-19
- Precio internacional del petróleo
- Enorme incertidumbre aunque con mejoras en condiciones financieras externas
- Respuesta fuerte de política macroeconómica
 - **Política fiscal:** transferencias, programas de alivio, soporte al crédito, reducciones temporales de impuestos, mayor déficit y endeudamiento
 - **Política monetaria:** reducción de tasas de interés a mínimos históricos, amplia liquidez y múltiples mecanismos para estabilizar mercados de crédito, deuda pública y cambiario

Choques: Covid

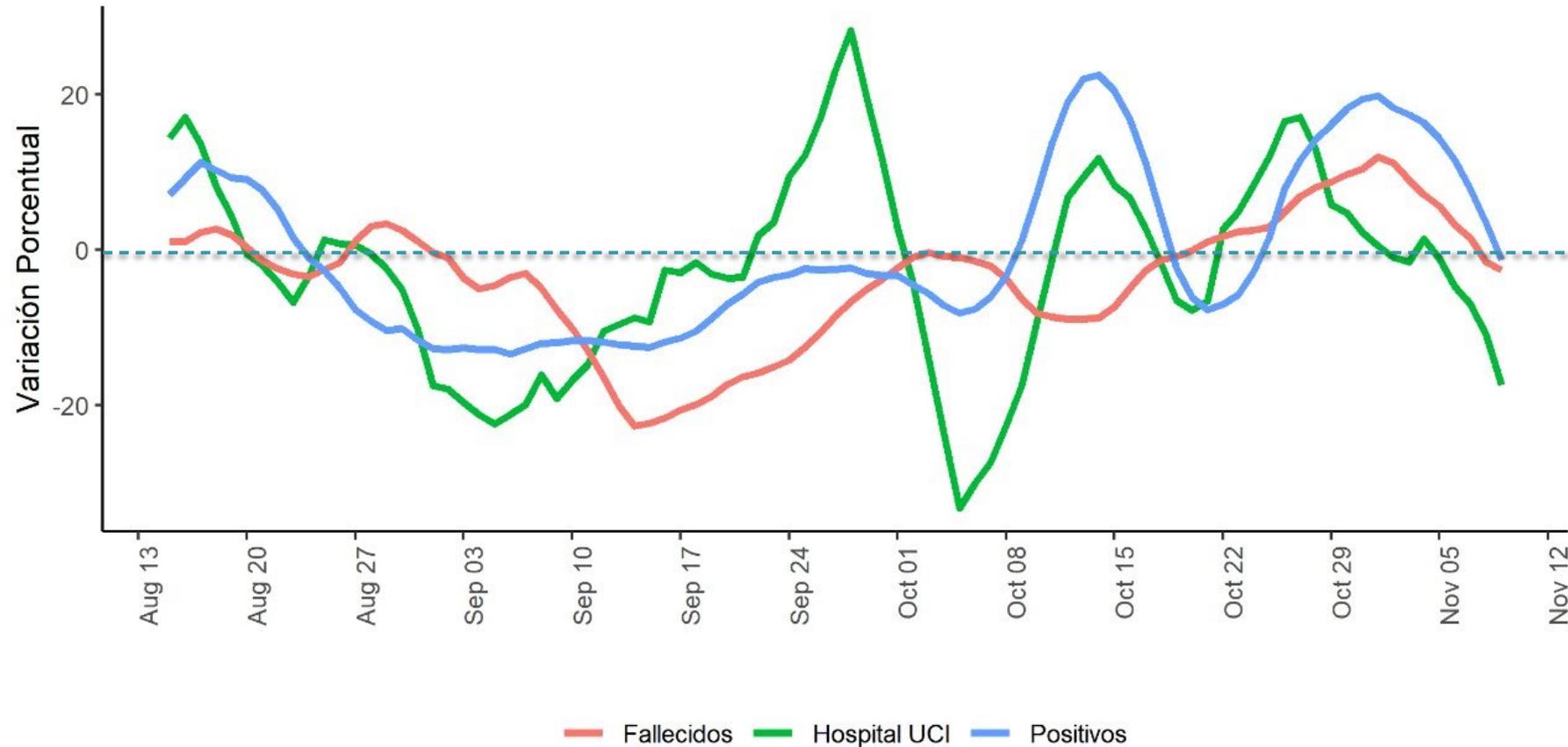
Casos acumulados



Muertos acumulados



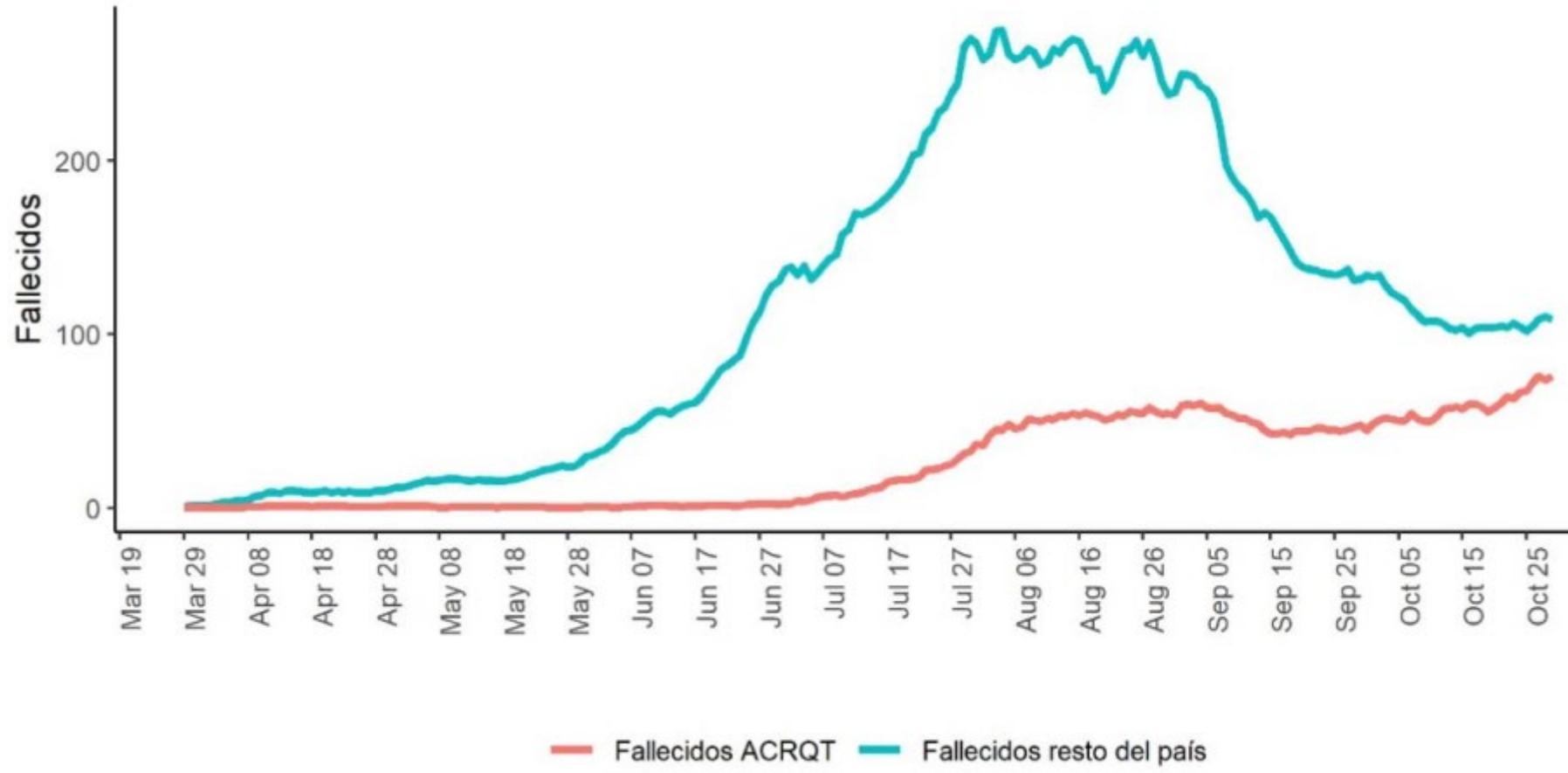
Tasa de crecimiento semanal (promedio 7 días) del flujo de positivos, hospitalizaciones y muertos.



Repunte a partir de septiembre en los datos de la epidemia, como consecuencia de la reactivación de la economía y la interacción social

Hospitalizaciones y positivos variación **cercana a cero** durante la última semana

Gráfico 1: Flujo diario de casos (promedio 7 días)



ACRQTB: Antioquia-Caldas-Risaralda-Quindío-Tolima-Boyacá

Choques: Coronavirus

- El país fue **relativamente exitoso** conteniendo el inicio del brote, lo cual **dio tiempo al sistema de salud** para prepararse (por ejemplo, el número de UCIs pasó de 5,000 a 10,000)
 - Por este mismo motivo el primer pico de la epidemia fue relativamente tardío
- Durante varias semanas se registraron alrededor de 300 muertos diarios, pero **la capacidad hospitalaria nunca fue sobrepasada**

Choques: Coronavirus

- No hay evidencia aún de una segunda ola de contagios
- Gran parte de los nuevos casos se presenta en regiones que apenas están en su primera ola
 - como Antioquia, la zona cafetera, Huila y Tolima

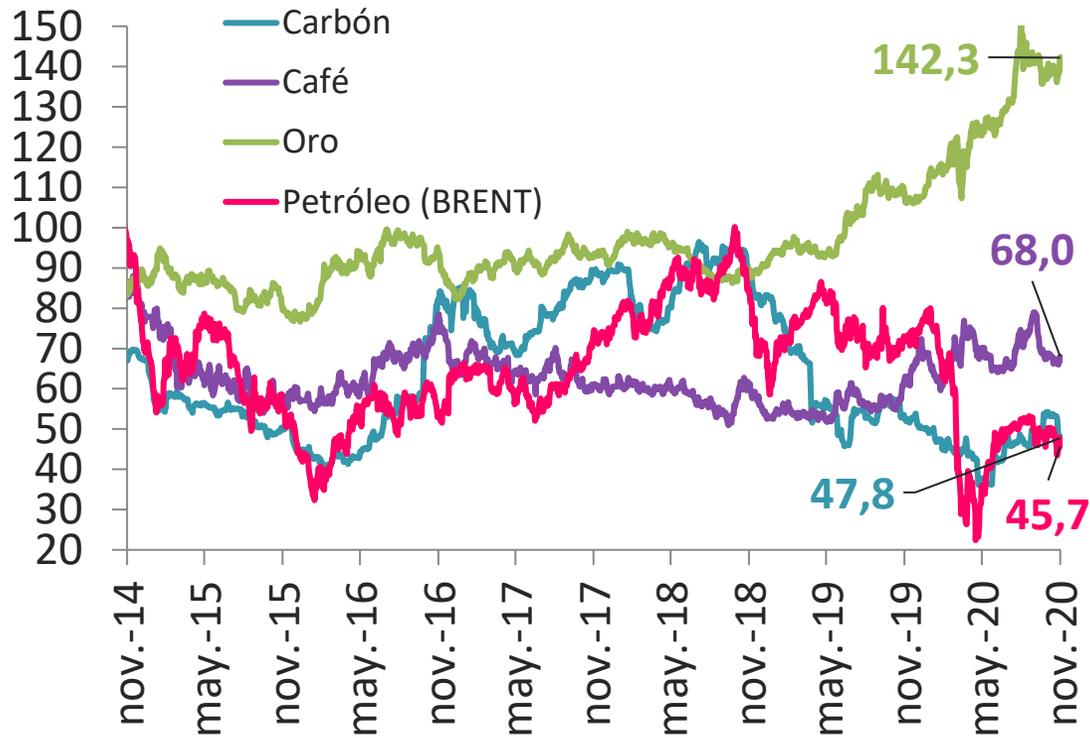
Choques: Coronavirus

- El pico fue **heterogéneo** entre regiones.
 - En el departamento de **Atlántico** se sobrepasó los 1,000 muertos por millón de habitantes
 - En el departamento contiguo de **Bolívar** no se ha sobrepasado los 400 muertos por millón
 - En todo el país ha habido un poco más de 500 muertos por millón.
- Al comparar la mortalidad por edades con las tasas de mortalidad basadas en estudios serológicos en otras partes del mundo
 - se infiere que **entre 10 y 25 millones de Colombianos ya estuvieron expuestos al virus**

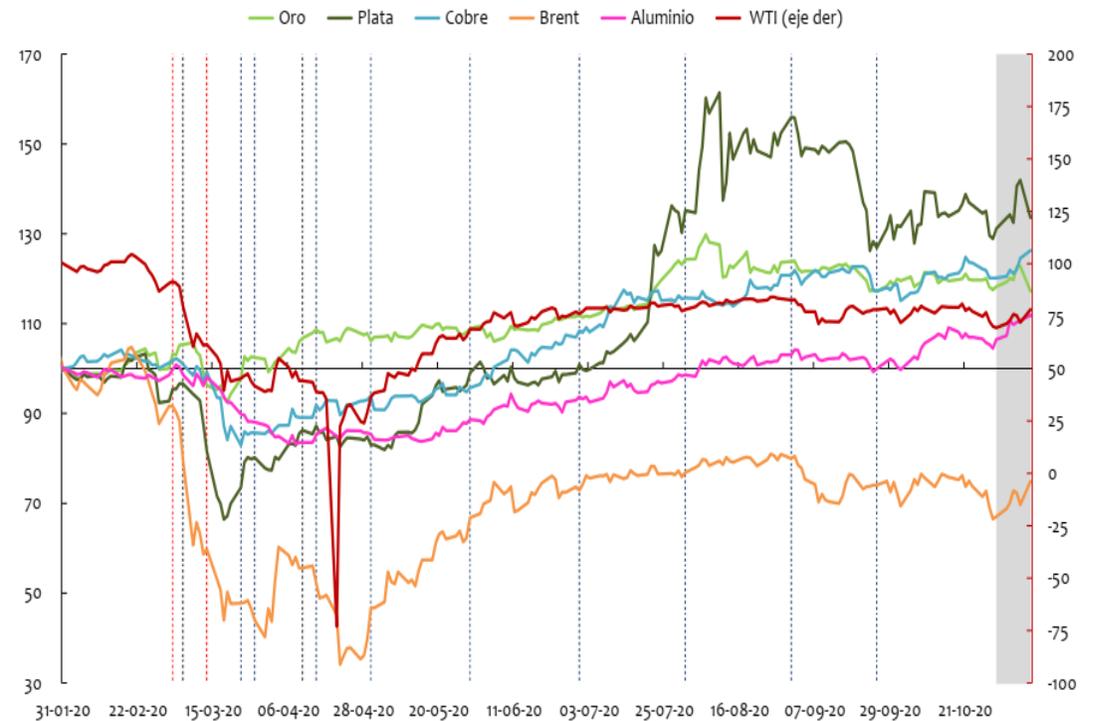
Choques

El equipo técnico espera precios del petróleo de US\$ 42, 44 y 53 dólares por barril para finales de 2020, 2021 y 2022

Precio de Bienes exportados (nov 2010=100)



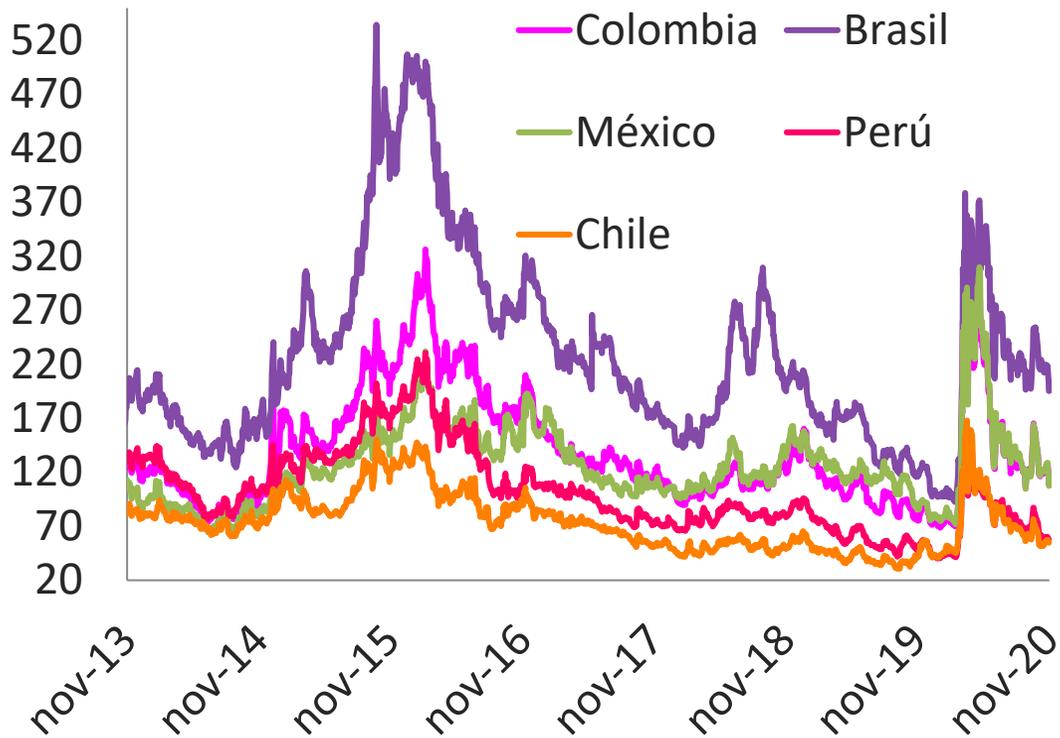
Precios de otros bienes



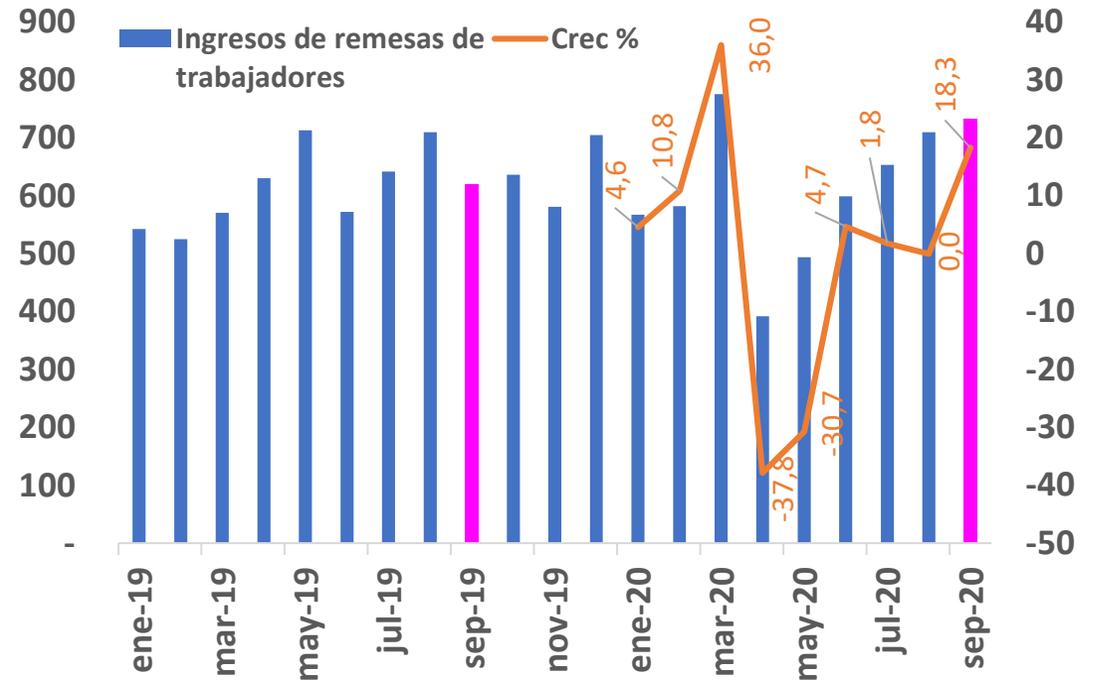
Choques

(el equipo técnico espera primas de riesgo ligeramente crecientes hacia el futuro)

Credit default swaps



Remesas mensuales (US\$ millones)



¿Qué NO ha cambiado?

- **Enorme incertidumbre:**
Las fuentes de incertidumbre asociadas con el choque del COVID-19 que inducen riesgos en el pronóstico siguen presentes
- Factores de **demanda** estarían primando sobre los de oferta
- El pronóstico macroeconómico refleja
 - una **recuperación gradual** de la actividad económica
 - la presencia de **grandes excesos de capacidad**
 - **Bajo traspaso** de la depreciación a los precios internos
 - Algunos impactos de las **medidas regulatorias transitorias** sobre los precios y la inflación

Muchos de los factores de **incertidumbre** siguen presentes

- **Efectos de los choques observados sobre la actividad económica:**
Incertidumbre sobre **tamaño de los excesos de capacidad productiva** (brecha de producto) y sobre el **nivel y crecimiento del PIB potencial**
- **Duración del choque**
- **Condiciones financieras externas e internas:**
Incertidumbre sobre **acceso a financiamiento externo y sus condiciones**
Y sobre **potencia de la política monetaria**
- **Medición e interpretación de variables clave (reversión de alivios temporales de precios):**
Incertidumbre sobre la **medición** y pronóstico de la demanda y la inflación

¿Qué NO ha cambiado?

- **Rangos amplios** para las principales variables
- Estos rangos son el resultado de múltiples simulaciones con diferentes modelos y técnicas y buscan capturar la incertidumbre sobre:
 - ✓ Incertidumbre sobre condiciones macroeconómicas y financieras internacionales
 - ✓ **Velocidad de recuperación**
 - ✓ **Rebrotos** y duración de cierres y medidas sanitarias
 - ✓ Tamaño de los **excesos de capacidad productiva**
 - ✓ Efectos de **medidas transitorias** de alivio de precios sobre inflación
- El pronóstico **no es fino** pero refleja el ajuste anteriormente descrito en 2020 y 2021.

¿Qué ha cambiado?

- Si bien el diagnóstico general no ha cambiado las **magnitudes estimadas de los choques** sí
 - **especialmente por nuevos datos de inflación y crecimiento mayores a los esperados**
- La dinámica del **crédito** es alta frente a un año antes, y es menos negativa en el margen (13 semanas)
- Materialización de riesgos
 - **nuevas cuarentenas** y restricciones en el exterior (mayor volatilidad y recuperación más lenta en socios comerciales)
- **Nuevas fuentes de incertidumbre:**
 - elecciones en EEUU
 - tensiones comerciales con China
- **Medidas de inflación básica y canastas BR cambiaron** (ver recuadro 2 del IPoM de Julio y Borrador de Economía 1122 de 2020)



TEMAS

EL PRONÓSTICO MACROECONÓMICO

LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

PRONÓSTICOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN

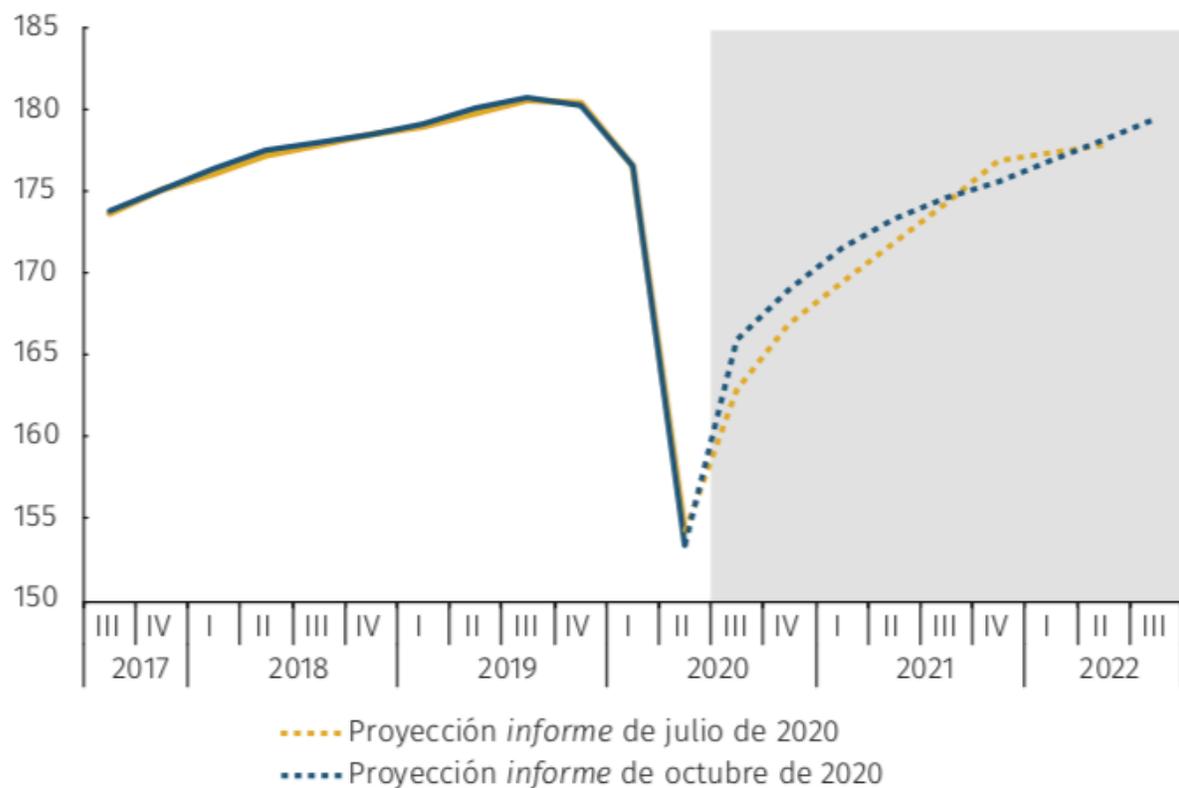
POLÍTICA MONETARIA

CONCLUSIONES

Se mantiene el pronóstico de crecimiento negativo de los socios comerciales en 2020 debido a la pandemia (-6% y -9,5%). En 2021 la demanda externa se recuperaría, aunque no a niveles pre-crisis

Supuesto trimestral del PIB real de socios comerciales

(marzo de 2000 = 100)



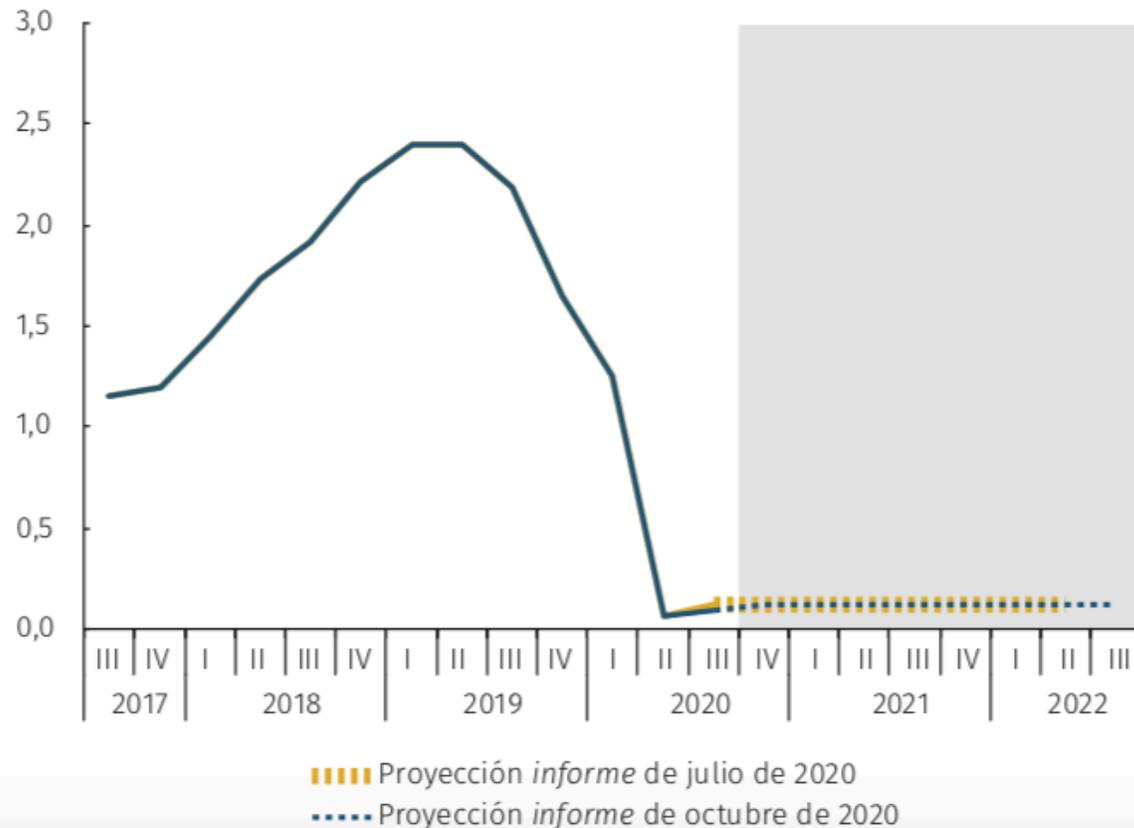
- Para **2021**: Rango 2%-7%: -7.6% (antes -8.5%) en 2020 y 4.5% en 2021
- Ligera revisión al alza del rango
- No se **recuperan** niveles de PIB de 2019 hasta 2022
- Proceso de recuperación **gradual, pero lento** y en riesgo por aumento de las infecciones y medidas restrictivas.
- **China**: continuó expansión en 2020.T3. Riesgos por contexto internacional y tensiones comerciales.

Fuentes: Bloomberg, oficinas de estadísticas y bancos centrales; cálculos y proyecciones del Banco de la República.

Se espera que las economías avanzadas mantengan una política monetaria expansiva en 2021 y 2022

Supuesto trimestral de la tasa de interés de la Reserva Federal de los Estados Unidos

(puntos porcentuales)



- Tasa de interés cercana al límite técnico (0%-0.25% para la FED)
- Amplia liquidez y medidas no convencionales
- Contexto de inflación por debajo de la meta, especialmente la básica
- Ausencia de presiones de costos del mercado laboral sobre los precios
- Estados Unidos: expectativas de inflación por debajo de 2% en 2020 y 2021 a pesar de cambio en marco de política monetaria
- Europa: inflación total negativa. Inflación básica reduciéndose y cerca de cero





TEMAS

EL PRONÓSTICO MACROECONÓMICO

LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

PRONÓSTICOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN

POLÍTICA MONETARIA

CONCLUSIONES

Estado inicial de la economía

- La inflación básica y total se encuentran por debajo de la meta de 3%, con expectativas bajas para este año, pero que inician su convergencia hacia la meta en 2021
- Alta incertidumbre a corto plazo por efectos de alivios y medidas regulatorias en el comportamiento de la inflación (v.g. impositoconsumo y comidas fuera del hogar). Esto explica las recientes sorpresas al alza.
- Tasa de interés de política monetaria en mínimos históricos y una postura que se estima expansiva
- Respecto a julio: inflación y crecimiento para 2020 ligeramente más altos que los esperados

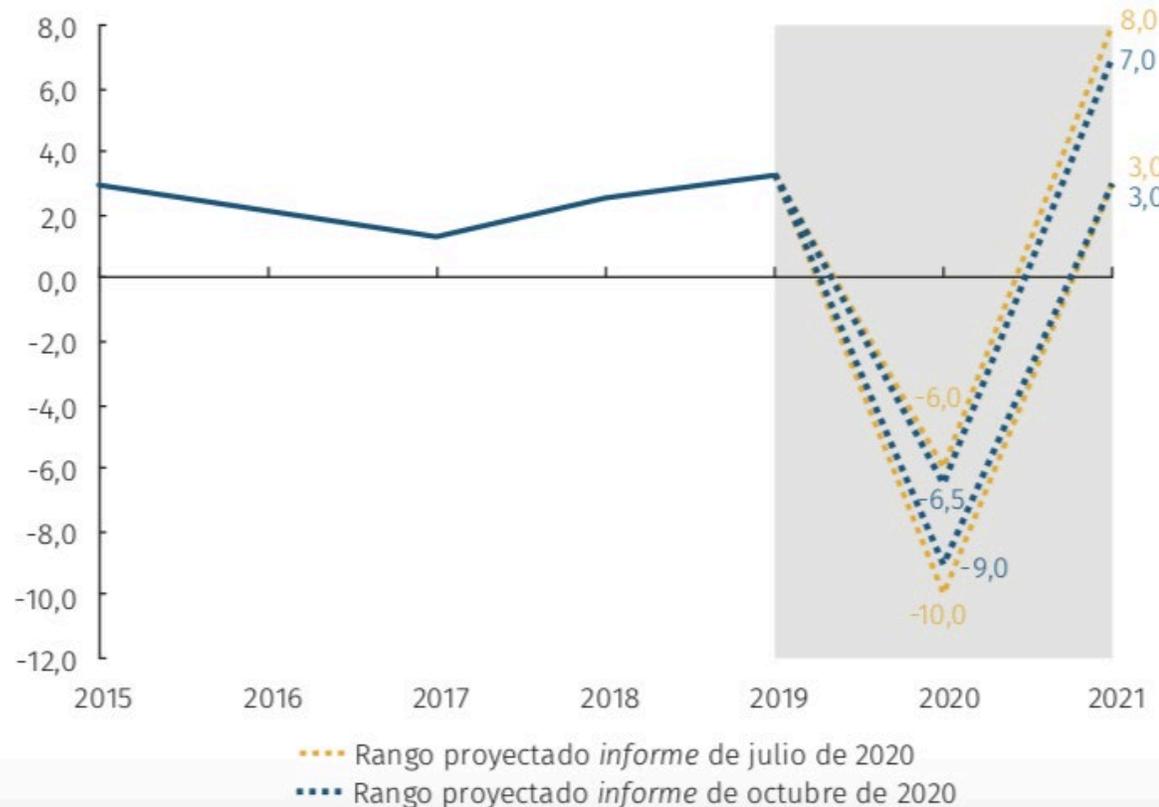
Actividad económica e inflación

- Actividad económica
- Inflación

El crecimiento económico en 2020 estaría entre -6,5% y -9% (-7.6%). El crecimiento de 2021 dependerá en parte de la magnitud del choque en 2020 y estaría entre 3% y 7% (4.6%)

Producto interno bruto anual (variación anual)

(porcentaje)

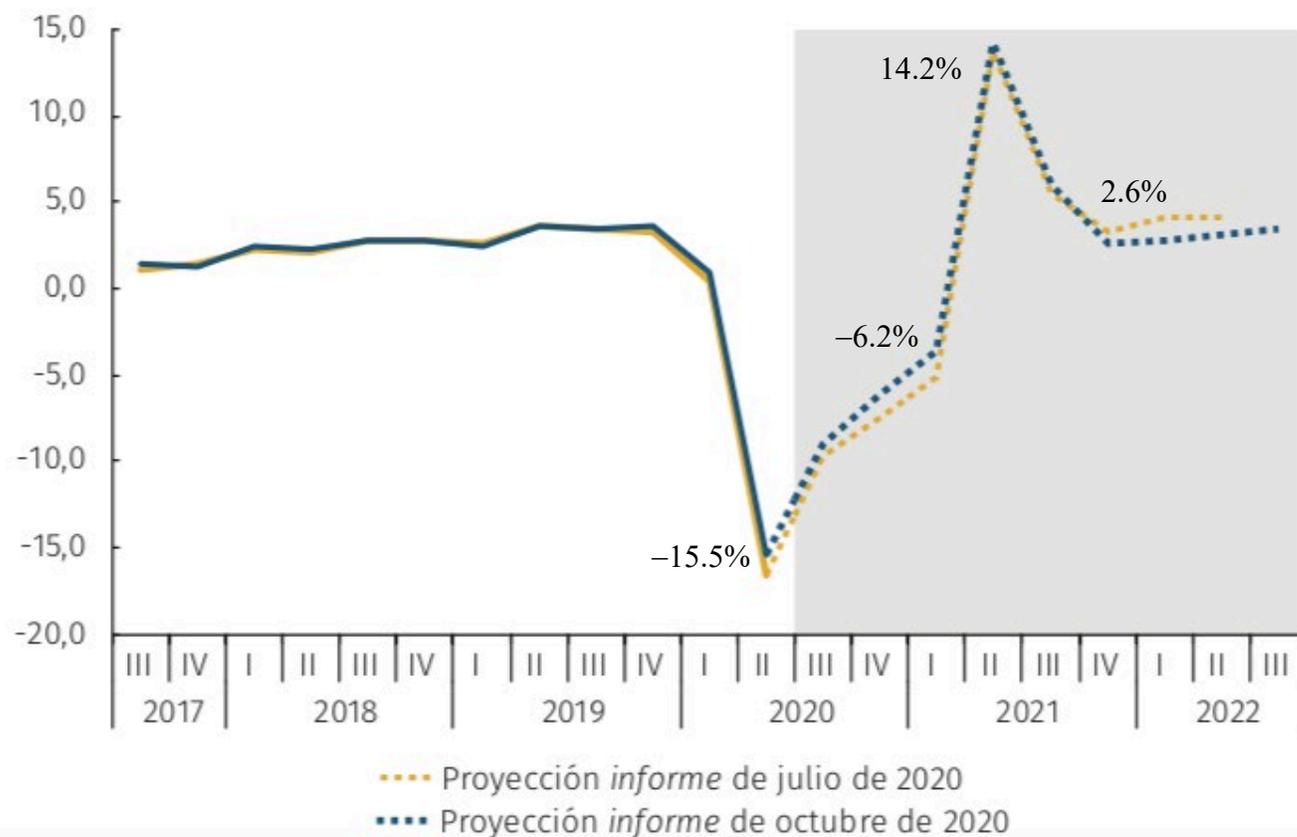


- Todos los componentes del gasto y los sectores económicos habrían crecido en el tercer trimestre
- Se supone que continúa apertura gradual
- La economía solo alcanzaría los niveles de producción anual de 2019 al final de 2022
- Resultado de choques que afectan la demanda agregada y la capacidad productiva
- Alta incertidumbre por evolución de la epidemia y la respuesta de política necesaria para su contención.

Crecimiento anual del PIB trimestral

PIB trimestral^{a/} (variación anual)

(porcentaje)



--- Proyección informe de julio de 2020

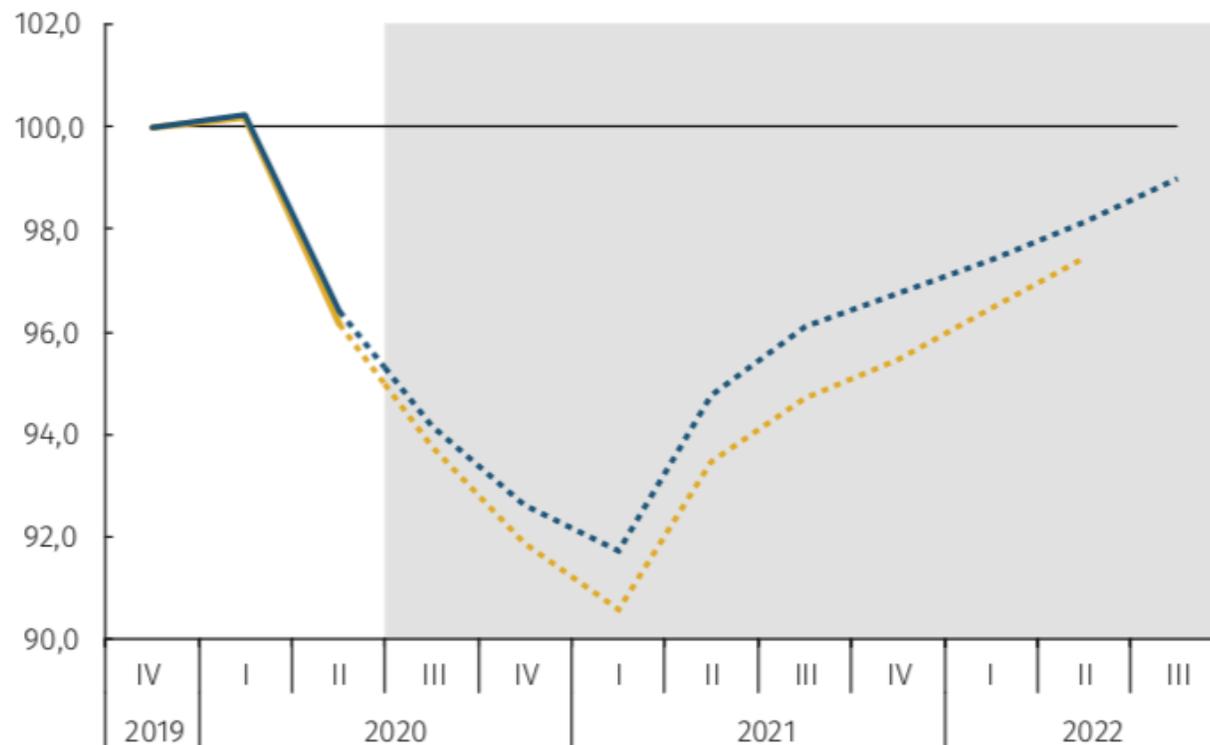
--- Proyección informe de octubre de 2020

Niveles del PIB: La recuperación tardaría más de 2 años



PIB acumulado, 4 trimestres (niveles) ^{a/}
(2019, IV trim. = 100%)

(porcentaje)



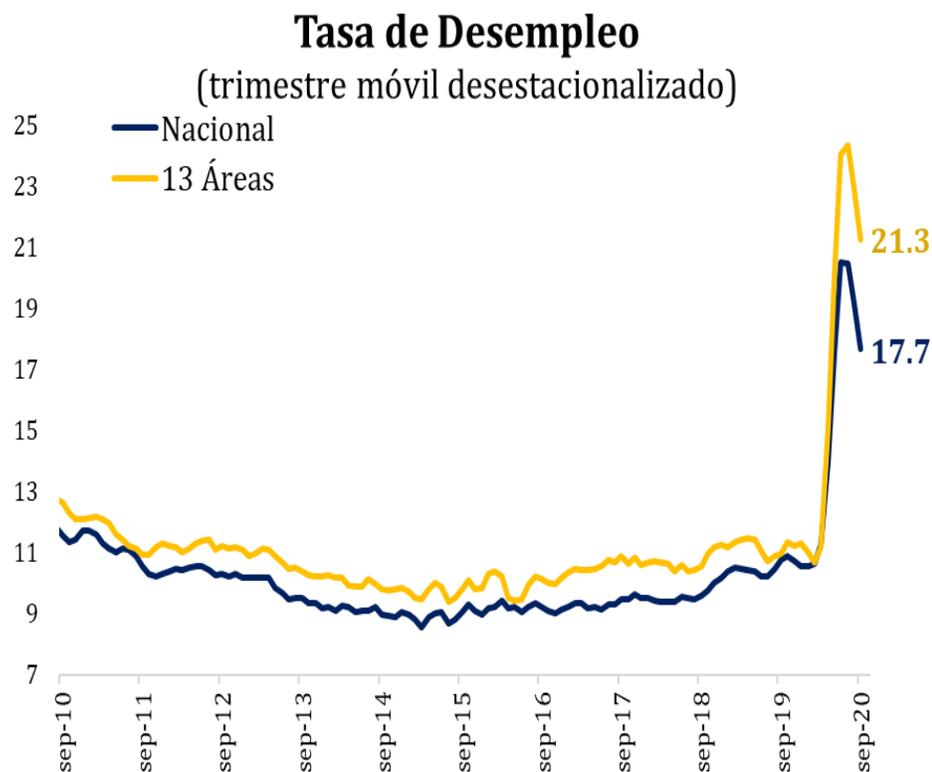
----- Poyección informe de julio de 2020

----- Proyección informe de octubre de 2020

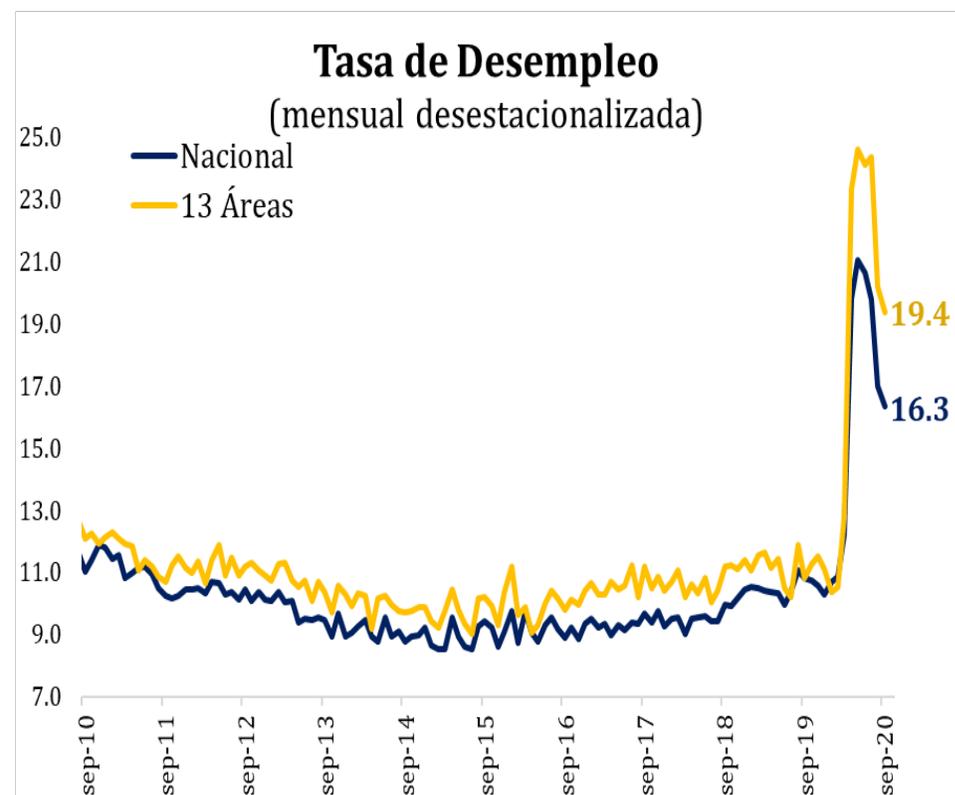


Tasa de Desempleo (DESESTACIONALIZADA)

- Con cifras desestacionalizadas, para el trimestre móvil julio-septiembre, la TD nacional y urbana se ubicaron en **17,7%** y **21,3%**.
- Para la frecuencia mensual, la TD continua cayendo en ambos dominios, frente a los niveles observados en agosto, aunque en menor medida. En septiembre, se ubicaron en 16,3% y 19,4% respectivamente.



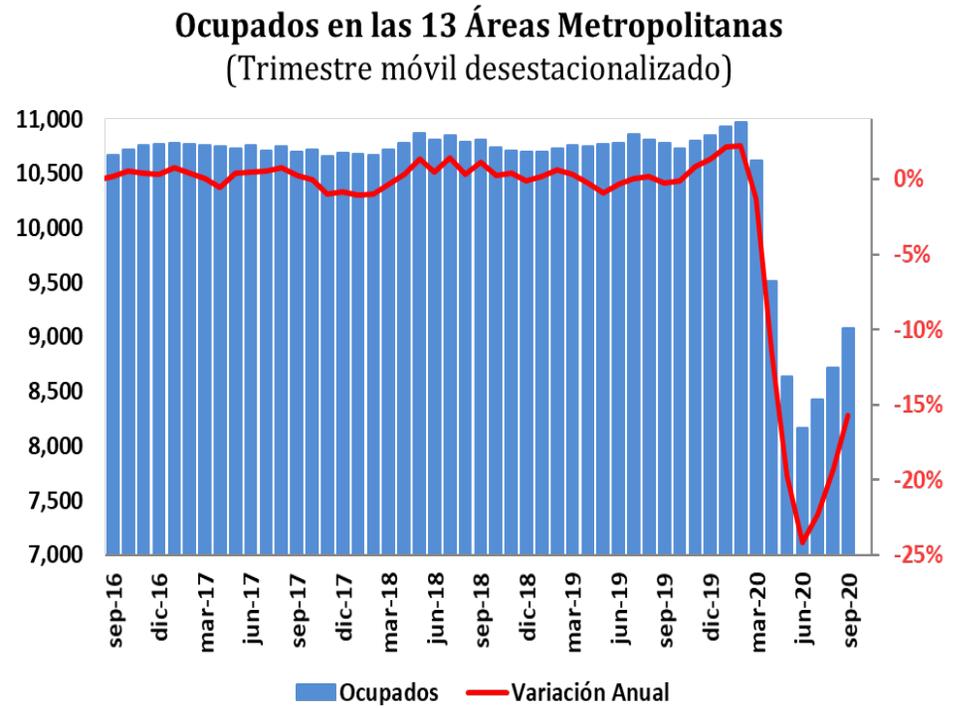
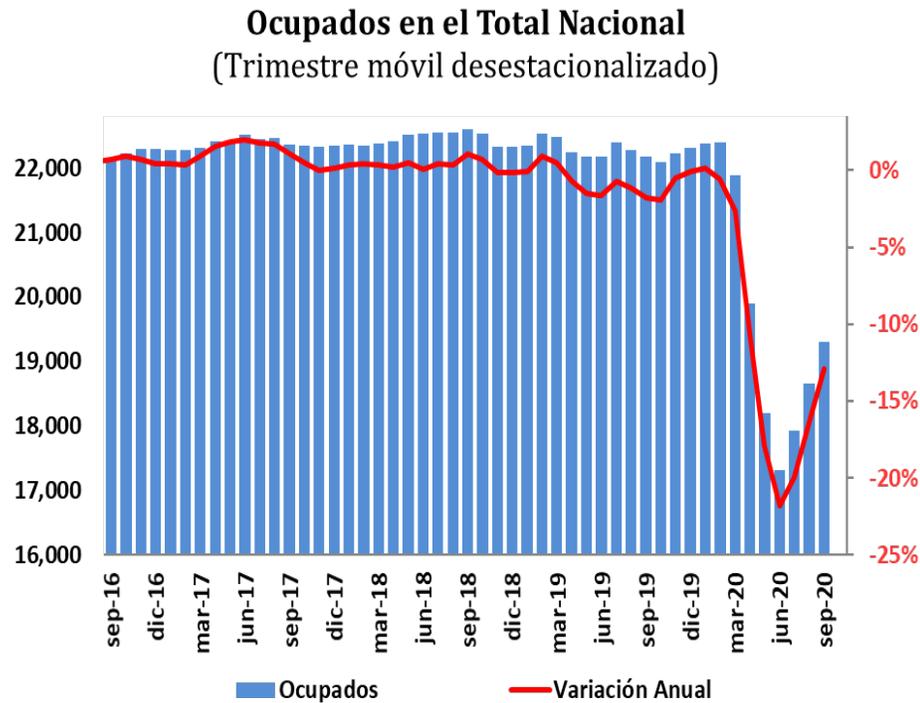
Fuente: GEIH – DANE.



Ocupados – trimestre móvil

Desestacionalizada

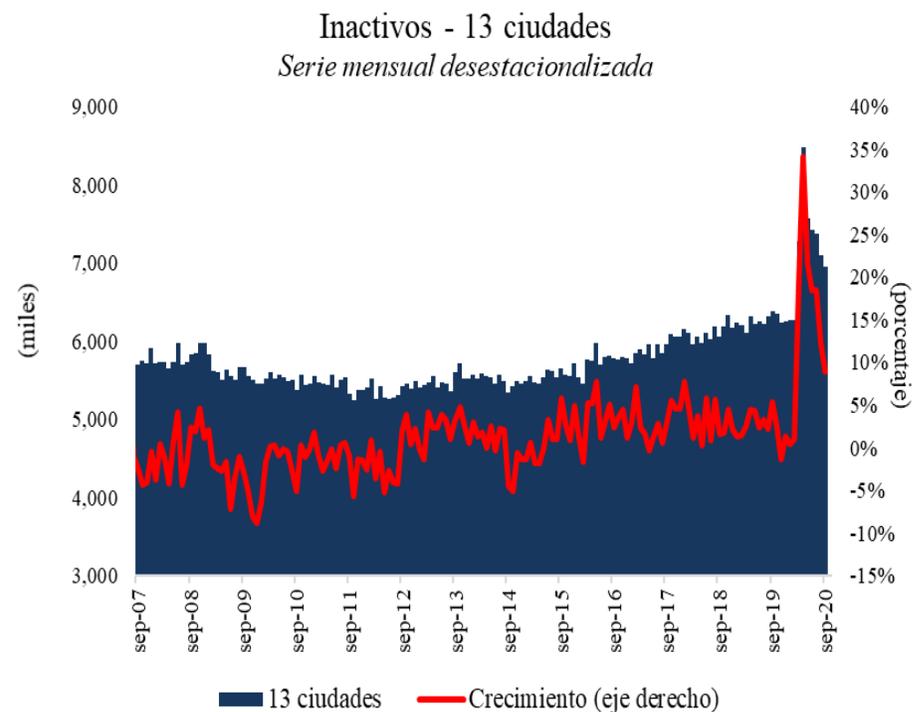
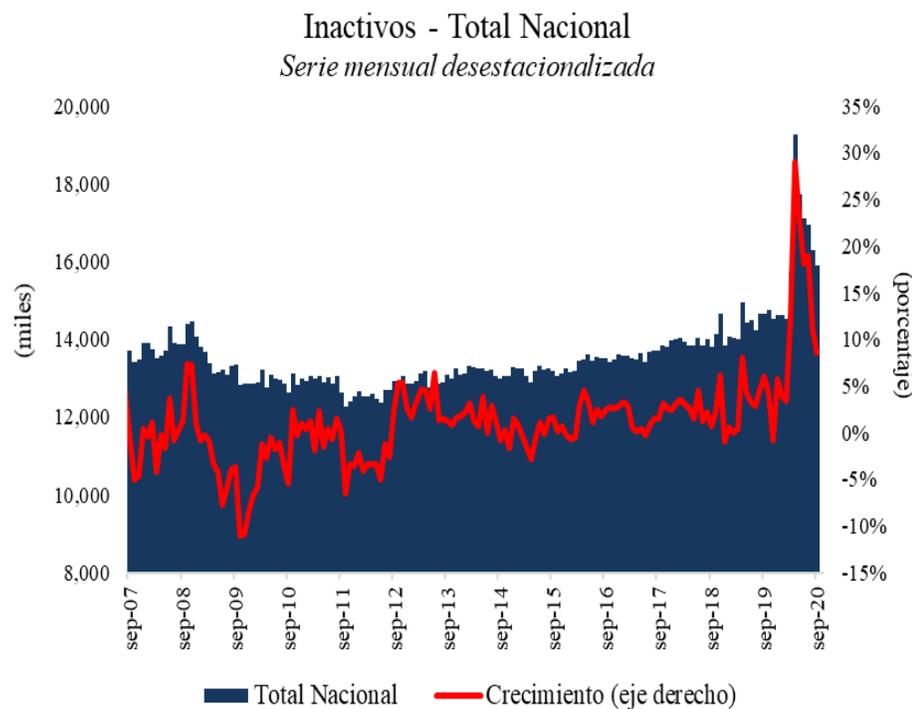
- En el trimestre móvil julio-septiembre, el número de **ocupados** en el total nacional **disminuyó 12,9%** frente a igual periodo de 2019. Mientras que, en las **13 ciudades** esta caída fue de **15,7%**.



Inactivos

Desestacionalizadas

- En septiembre, se observó un **aumento** de los **inactivos** en el total **nacional** de **8,6%** (1,3 millones de inactivos) con respecto a igual mes de 2019. En las **13 ciudades** este crecimiento fue de **8,9%** e implicó cerca de 566 mil inactivos adicionales.
- Los inactivos continúan cayendo en el margen pero en menor medida que lo observado en agosto.



Fuente: GEIH – DANE.

Ocupación por sector

Total nacional – trimestre móvil

- El deterioro anual del empleo a nivel nacional continúa estando en los sectores de **comercio y reparación de vehículos, alojamiento y servicios de comida** y las **actividades artísticas y de entretenimiento**.

Distribución, variación y contribución a la variación de la población ocupada, según rama de actividad

Julio - septiembre (2020/2019)

Rama de actividad	Distribución (%)	Variación (%)	Contribución (p.p)
Total nacional	100,0	-12,9	-12,9
Comercio y reparación de vehículos	19,0	-12,7	-2,4
Alojamiento y servicios de comida	6,3	-27,0	-2,0
Actividades artísticas, entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	8,3	-21,8	-2,0
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	11,2	-15,5	-1,8
Industrias manufactureras	11,0	-10,7	-1,2
Transporte y almacenamiento	6,7	-15,7	-1,1
Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos	6,0	-16,9	-1,1
Construcción	7,2	-9,1	-0,6
Actividades inmobiliarias	1,2	-20,6	-0,3
Actividades financieras y de seguros	1,4	-18,0	-0,3
Información y comunicaciones	1,4	-12,1	-0,2
Agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca	17,9	-0,4	-0,1
Suministro de electricidad, gas, agua y gestión de desechos	1,2	1,4	0,0
Explotación de minas y Canteras	1,0	5,1	0,0

OCUPACIÓN POR SECTOR

13 CIUDADES – TRIMESTRE MÓVIL

- ESTE MISMO COMPORTAMIENTO SE EVIDENCIA EN LAS ZONAS URBANAS, EN DONDE **OTRAS ACTIVIDADES** (AGRICULTURA, GANADERÍA, MINAS, SUMINISTRO DE ELECTRICIDAD, GAS Y AGUA) SON LOS ÚNICO SUB-SECTORES QUE CONTRIBUYEN POSITIVAMENTE A LA CREACIÓN ANUAL DE EMPLEOS

Distribución, variación y contribución a la variación de la población ocupada, según rama de actividad

Julio - septiembre (2020/2019)

Rama de actividad	Distribución (%)	Variación (%)	Contribución (p.p)
Total 13 ciudades y áreas metropolitanas	100,0	-15,7	-15,7
Comercio y reparación de vehículos	21,9	-12,9	-2,7
Actividades artísticas, entretenimiento, recreación y otras actividades de servicios	9,1	-25,1	-2,6
Alojamiento y servicios de comida	6,8	-26,7	-2,1
Administración pública y defensa, educación y atención de la salud humana	13,5	-14,6	-2,0
Industrias manufactureras	14,9	-12,2	-1,7
Construcción	7,4	-17,8	-1,4
Actividades profesionales, científicas, técnicas y servicios administrativos	9,2	-14,8	-1,3
Transporte y almacenamiento	8,2	-13,5	-1,1
Actividades inmobiliarias	2,1	-21,4	-0,5
Actividades financieras y de seguros	2,3	-17,4	-0,4
Información y comunicaciones	2,3	-4,0	-0,1
Otras ramas*	2,4	8,3	0,2

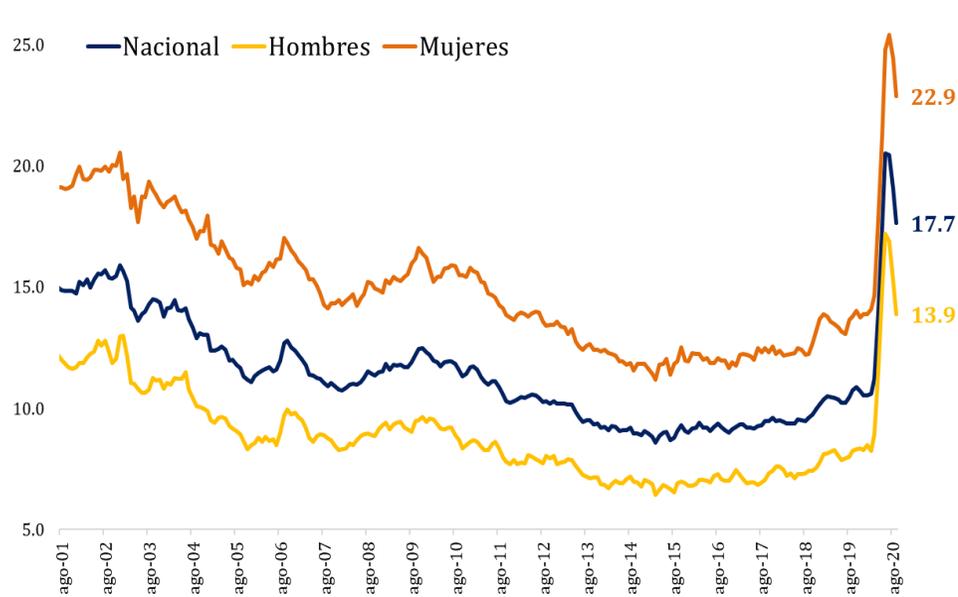
* Otras ramas: agricultura, ganadería, caza, silvicultura y pesca; explotación de minas y canteras; y suministro de electricidad gas, agua y gestión de desechos.

Tasa de desempleo por grupos

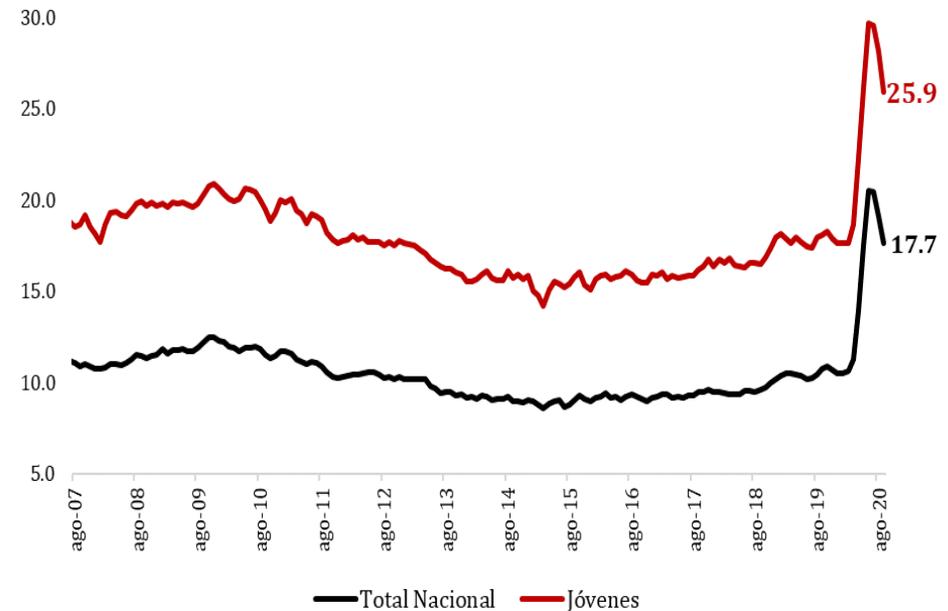
Desestacionalizados

- EN EL TRIMESTRE MÓVIL TERMINADO EN SEPTIEMBRE, SE CONTINÚA OBSERVANDO UNA BRECHA DE TD POR **SEXO Y GRUPOS DE EDAD**, LA CUAL TIENE UNA ALTA SOBRECARGA SOBRE LAS MUJERES Y LOS JÓVENES.

Tasa de Desempleo según sexo
(trimestre móvil desestacionalizado)

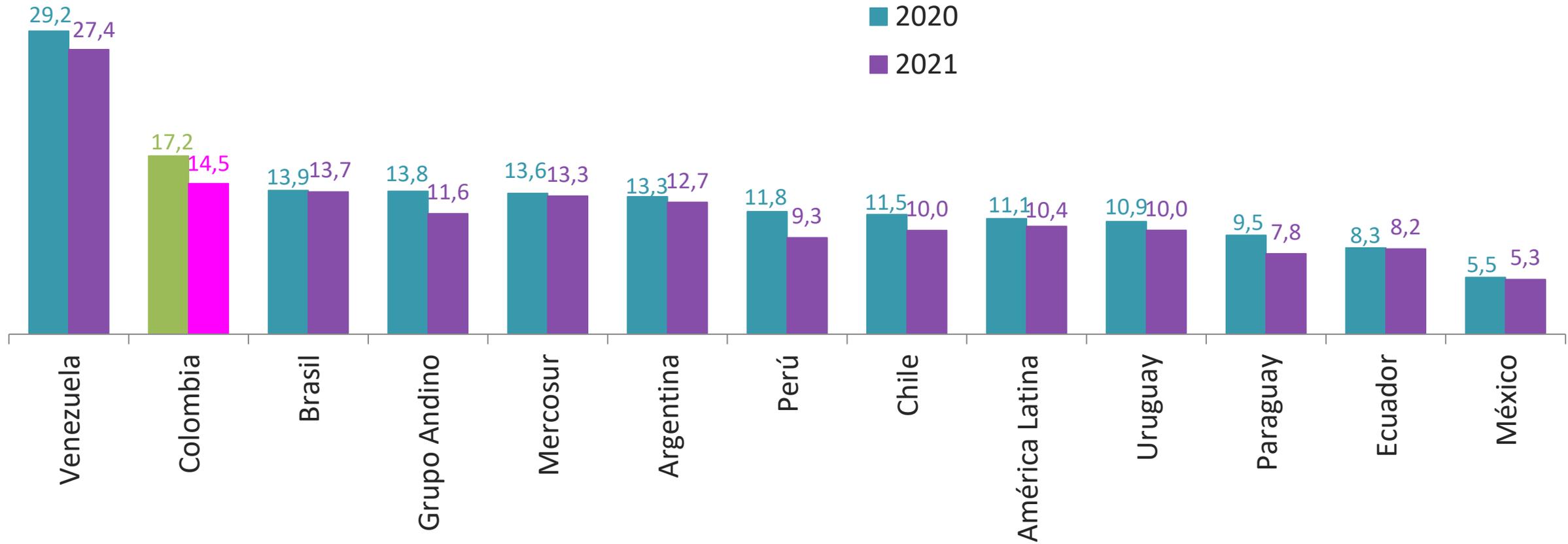


Tasa de desempleo jóvenes (14 a 28 años)
(trimestre móvil desestacionalizado)



Desempleo

(porcentaje)

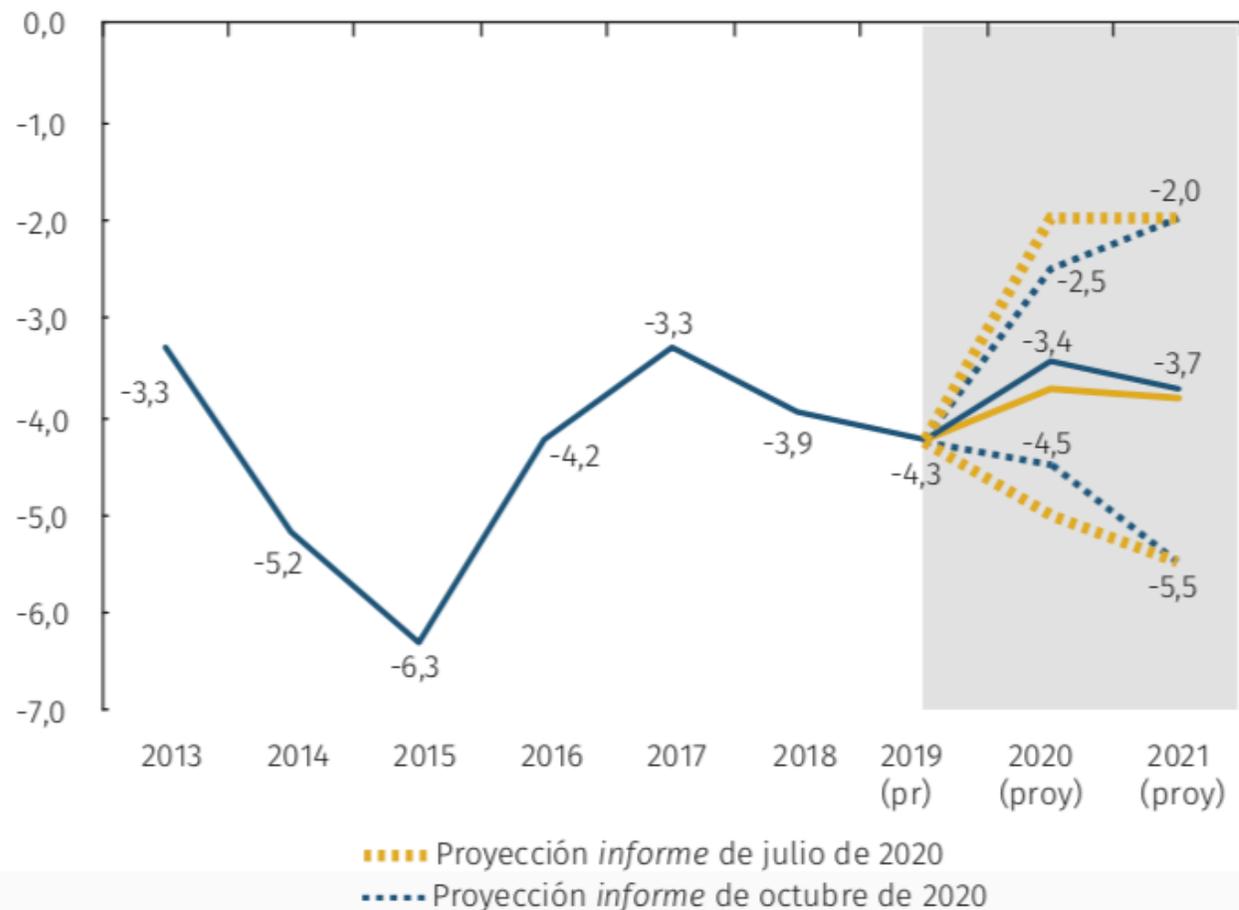


Fuente: Latin American Consensus Forecast – Octubre de 2020.

El déficit de la cuenta corriente se reduciría como porcentaje del PIB desde -4,3% de 2019 a -3,4% en 2020, principalmente por la contracción de la demanda interna

Cuenta corriente anual

(porcentaje del PIB)



Factores de reducción del déficit:

- Caída de inversión y consumo privados y la depreciación del peso llevarían a una reducción de importaciones
- Menores utilidades de empresas con capital extranjero

Factores de aumento del déficit:

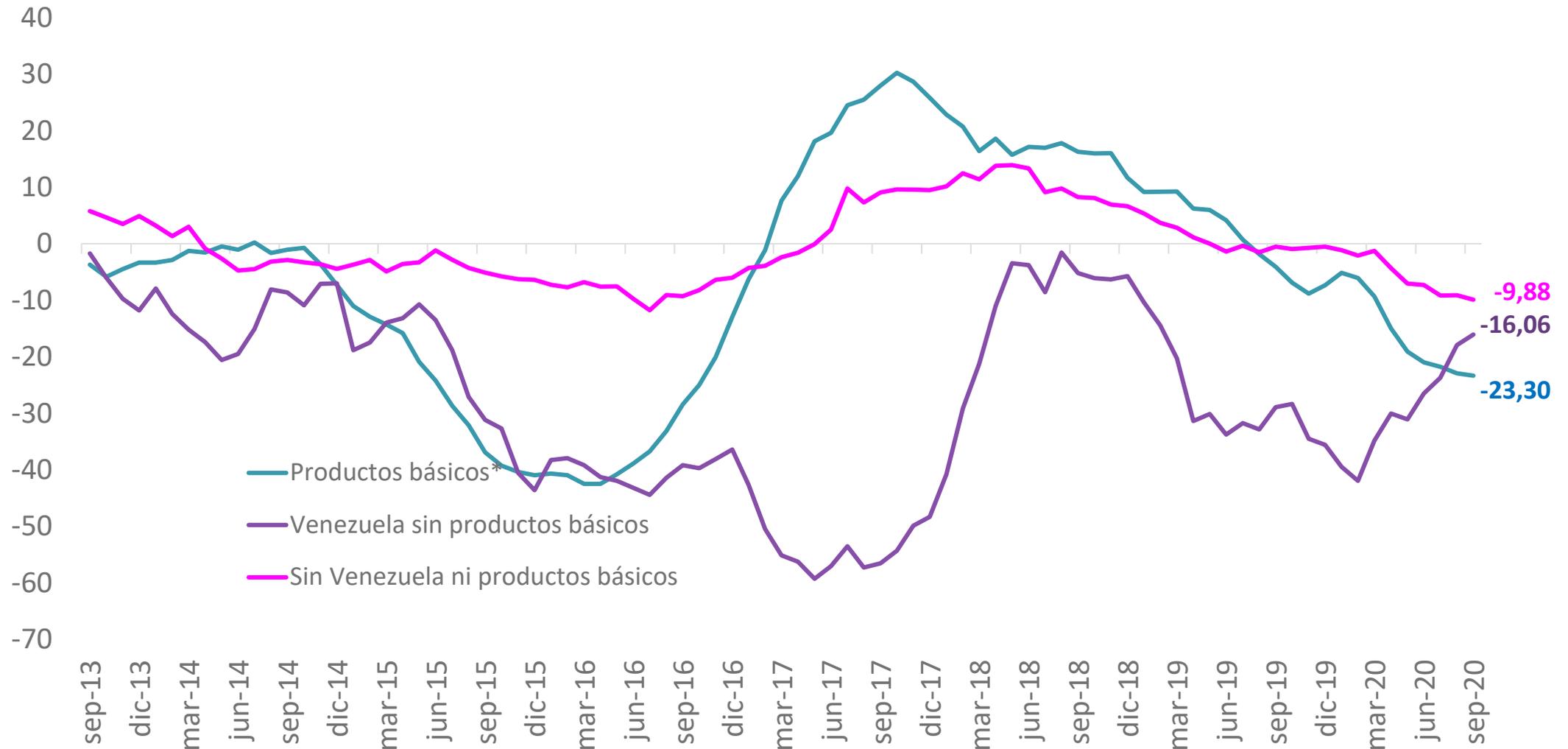
- Efecto negativo sobre exportaciones por reducción de términos de intercambio y menor demanda mundial
- Reducción de remesas

Corrección fuerte del balance privado de ahorro-inversión, ampliación del desbalance público

En 2021 el déficit se ampliaría ligeramente por la recuperación de la demanda interna

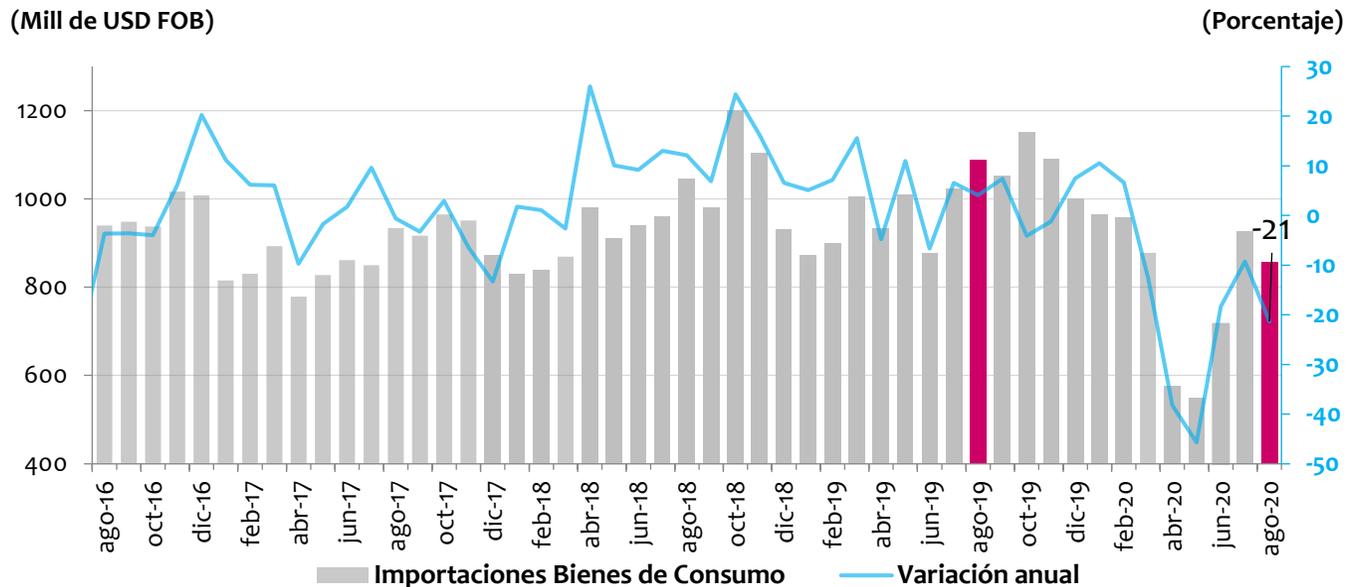


Crecimiento anual de las exportaciones en dólares (Acumulado 12 Meses - Porcentaje)

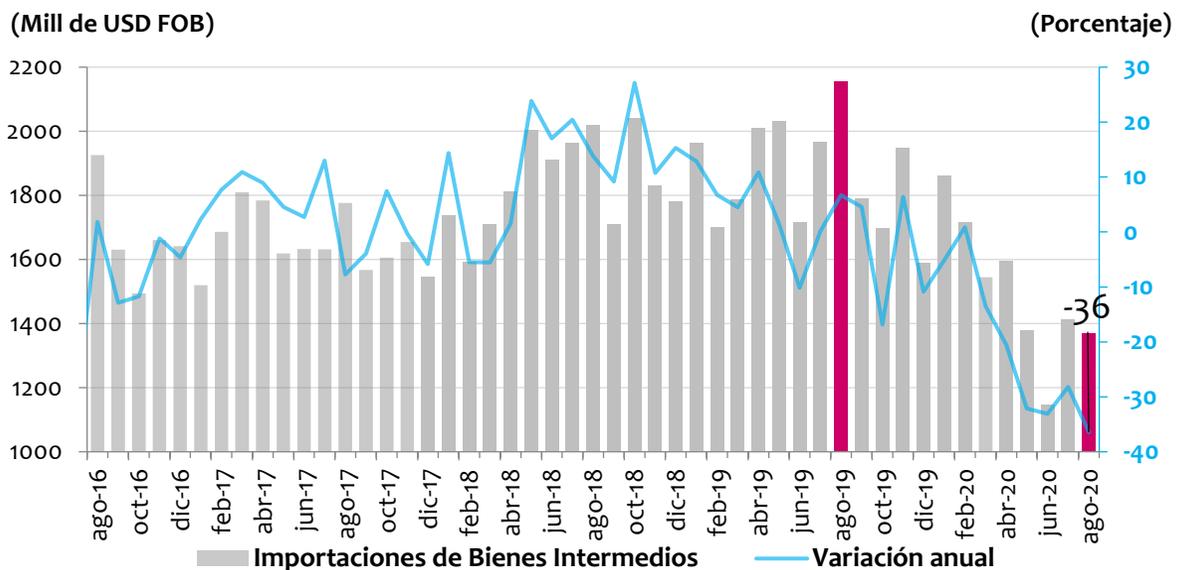


*Incluye : Petróleo crudo y sus derivados, carbón, ferroníquel oro, café, banano y flores.

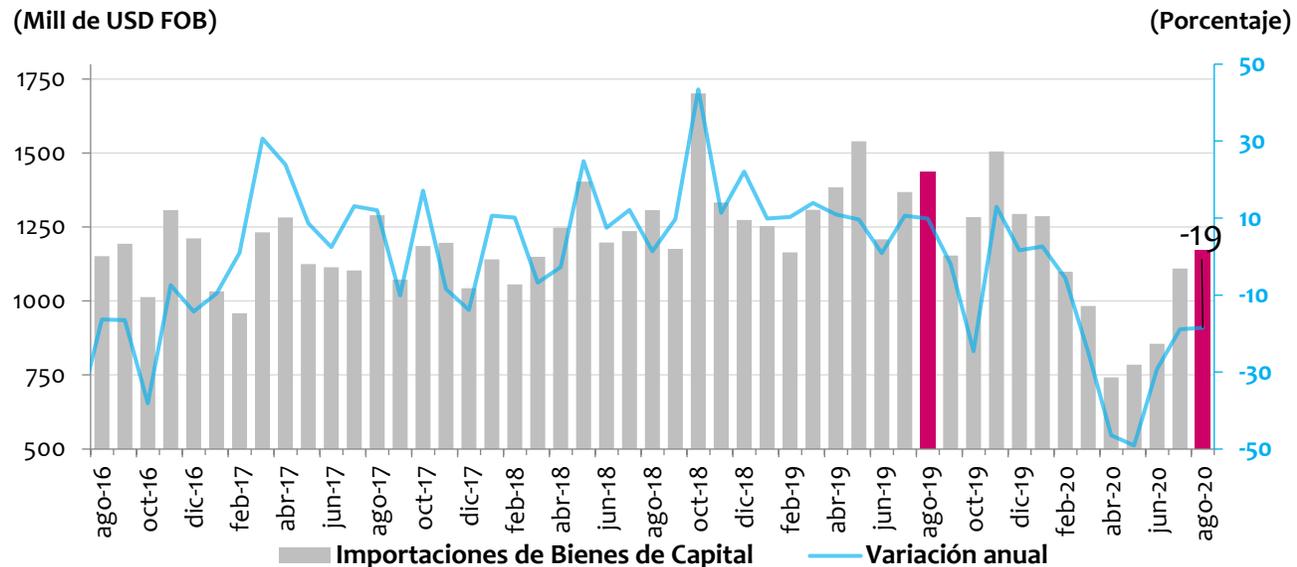
Importaciones de Bienes de Consumo



Importaciones de Bienes Intermedios

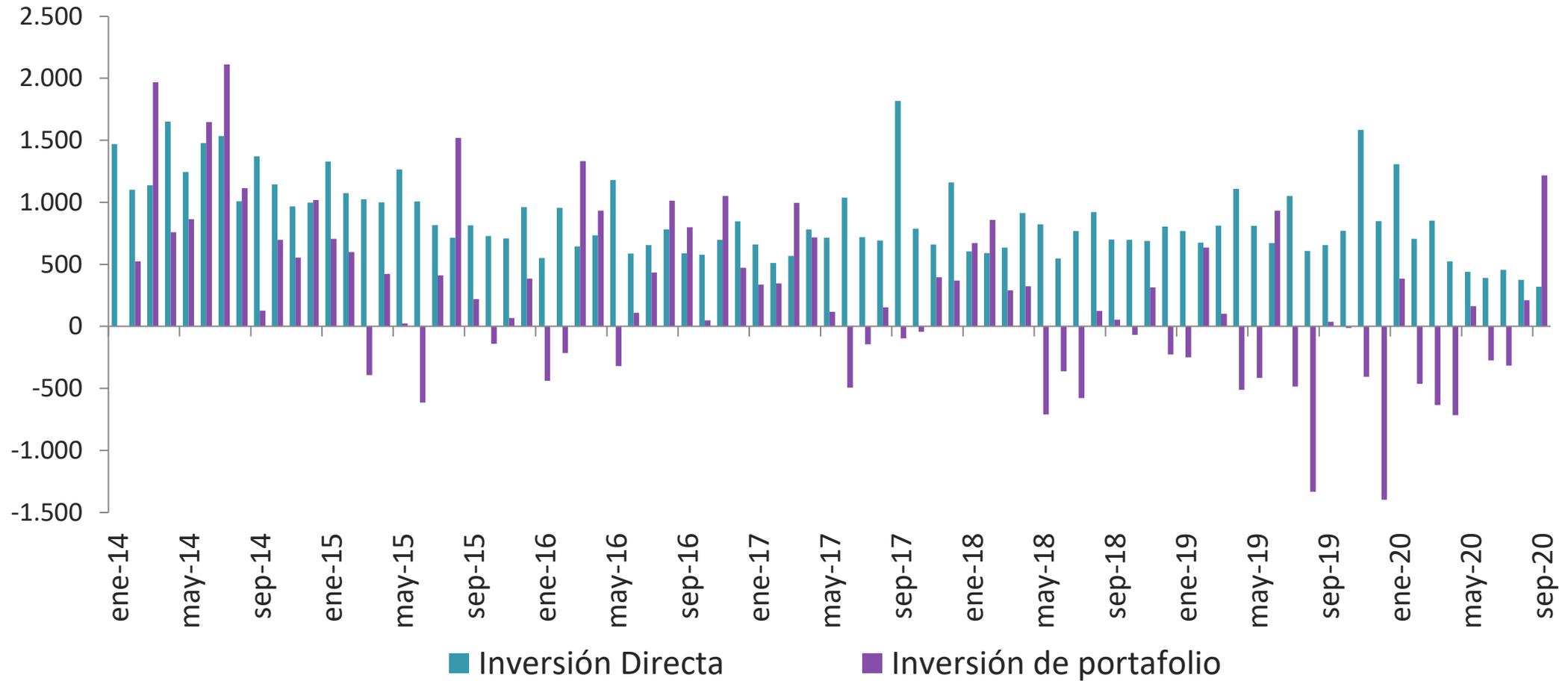


Importaciones de Bienes de Capital



Flujo de inversión extranjera hacia Colombia

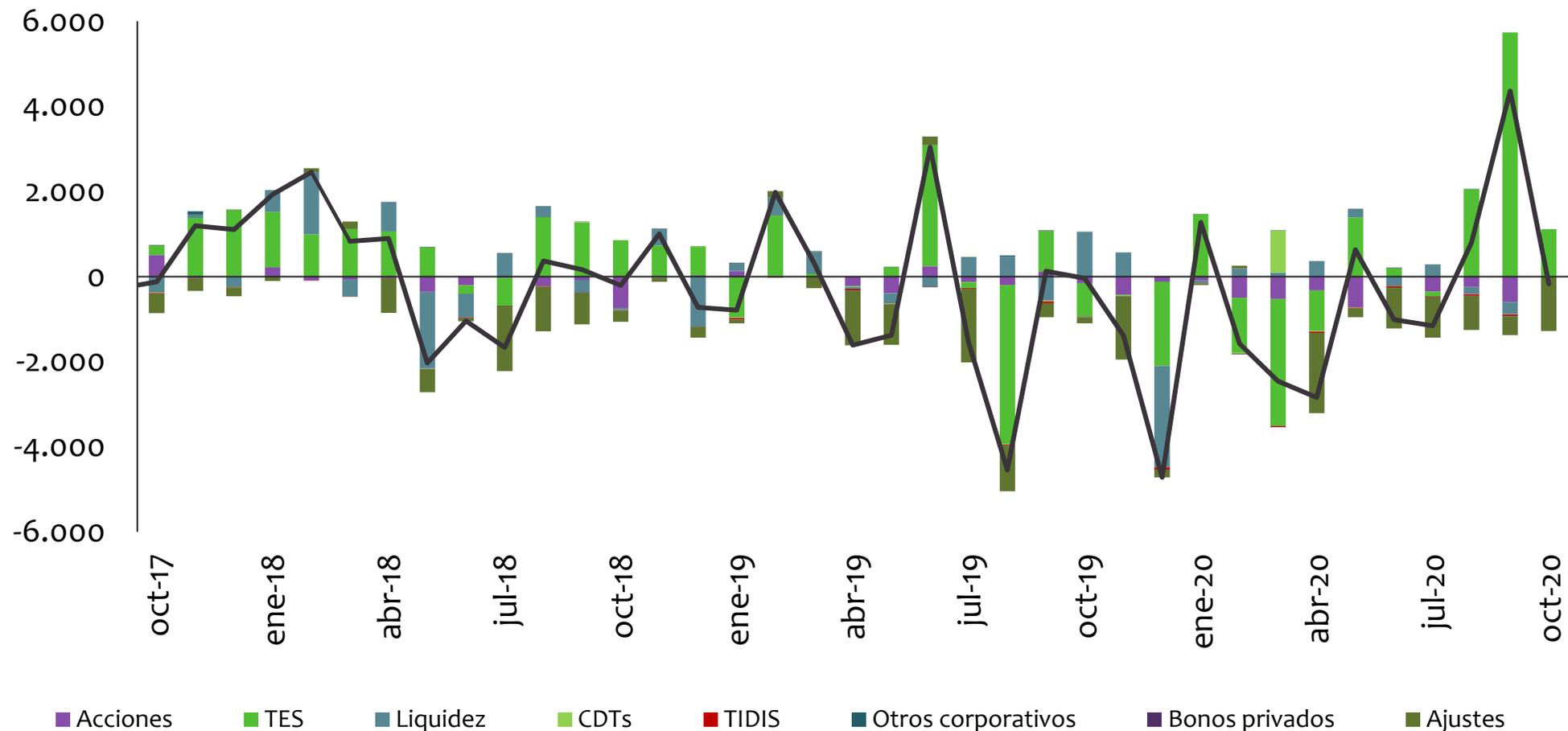
(millones de dólares)



Fuente: Banco de la República.

Flujo de Inversión Extranjera en Colombia

(miles de millones COP)



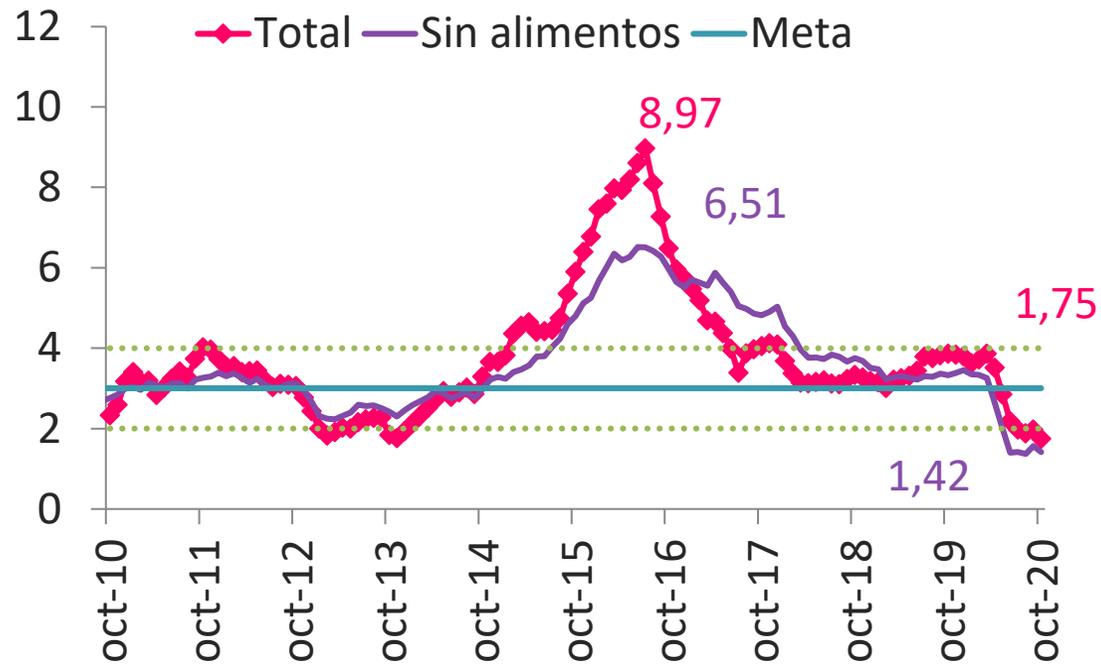
Fuente: BBV, IPEXT, DCV y BR. Otros corporativos incluye bonos convertibles, bonos pensionales, bonos públicos, certificados cooperativos, titularizaciones, y títulos de participación. Bonos privados incluye papeles comerciales y bonos privados. Datos preliminares al 29 de octubre de 2020. Para octubre solo se cuentan con los datos de TES y total.

Actividad económica y desempleo

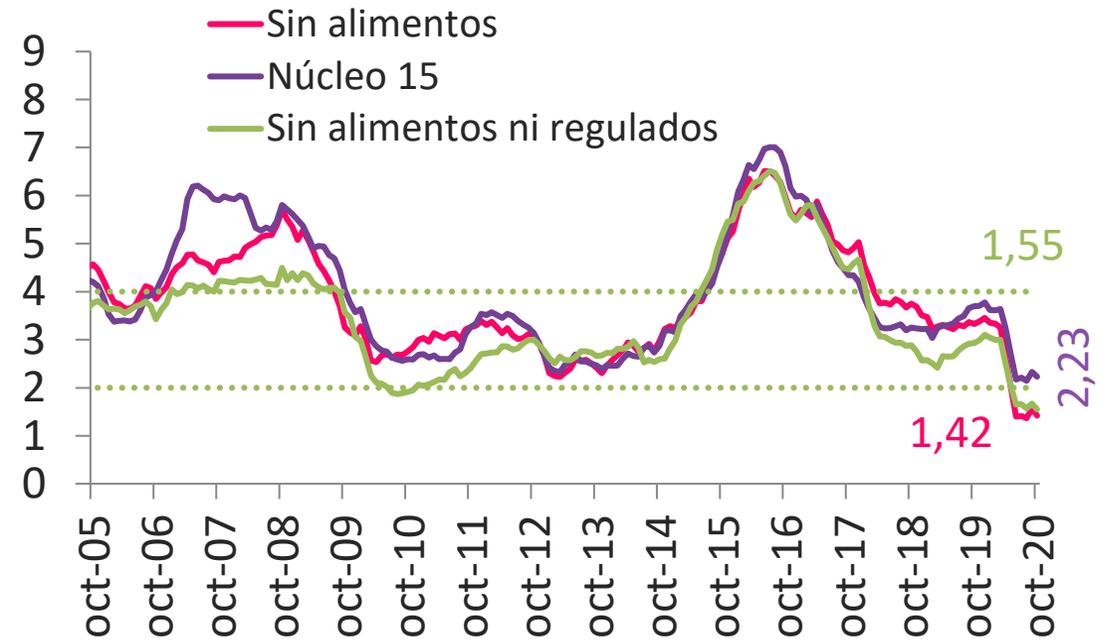
- Actividad económica
- **Inflación**

Inflación

Total y sin alimentos

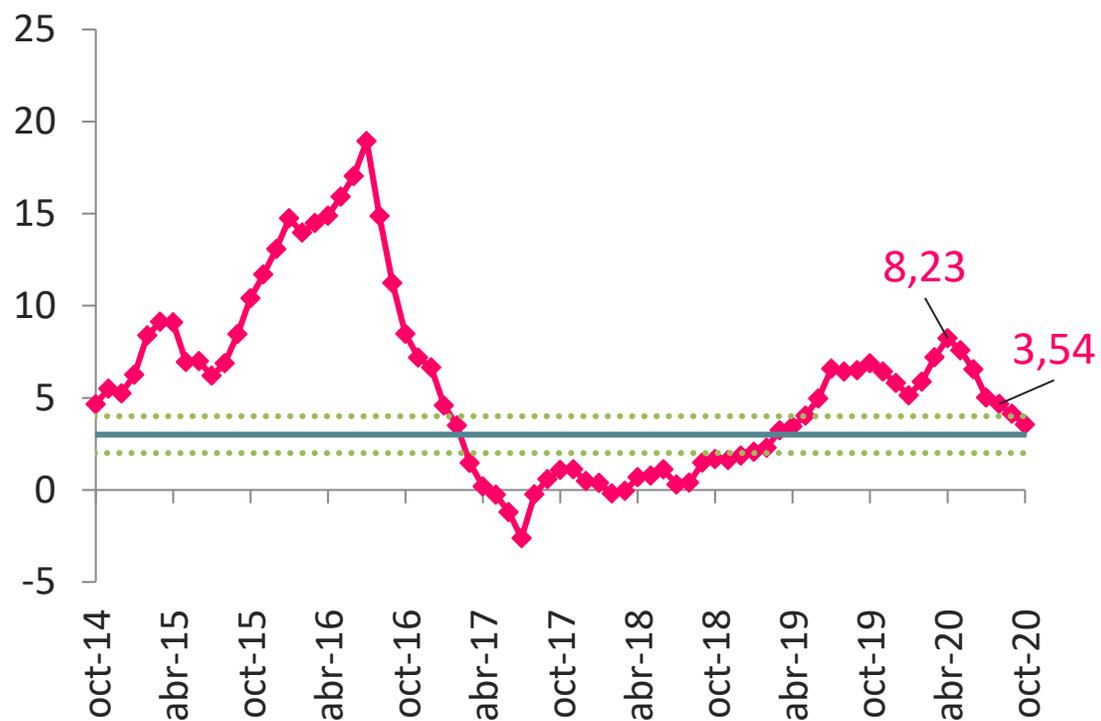


Inflación básica

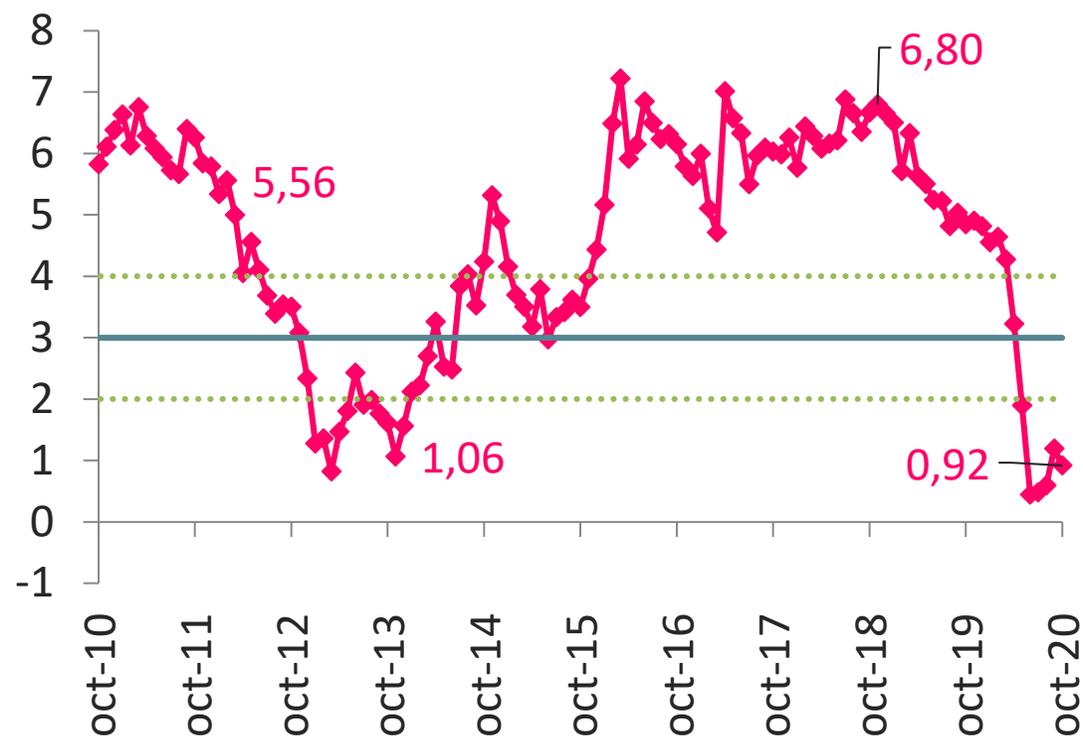


Inflación

Alimentos



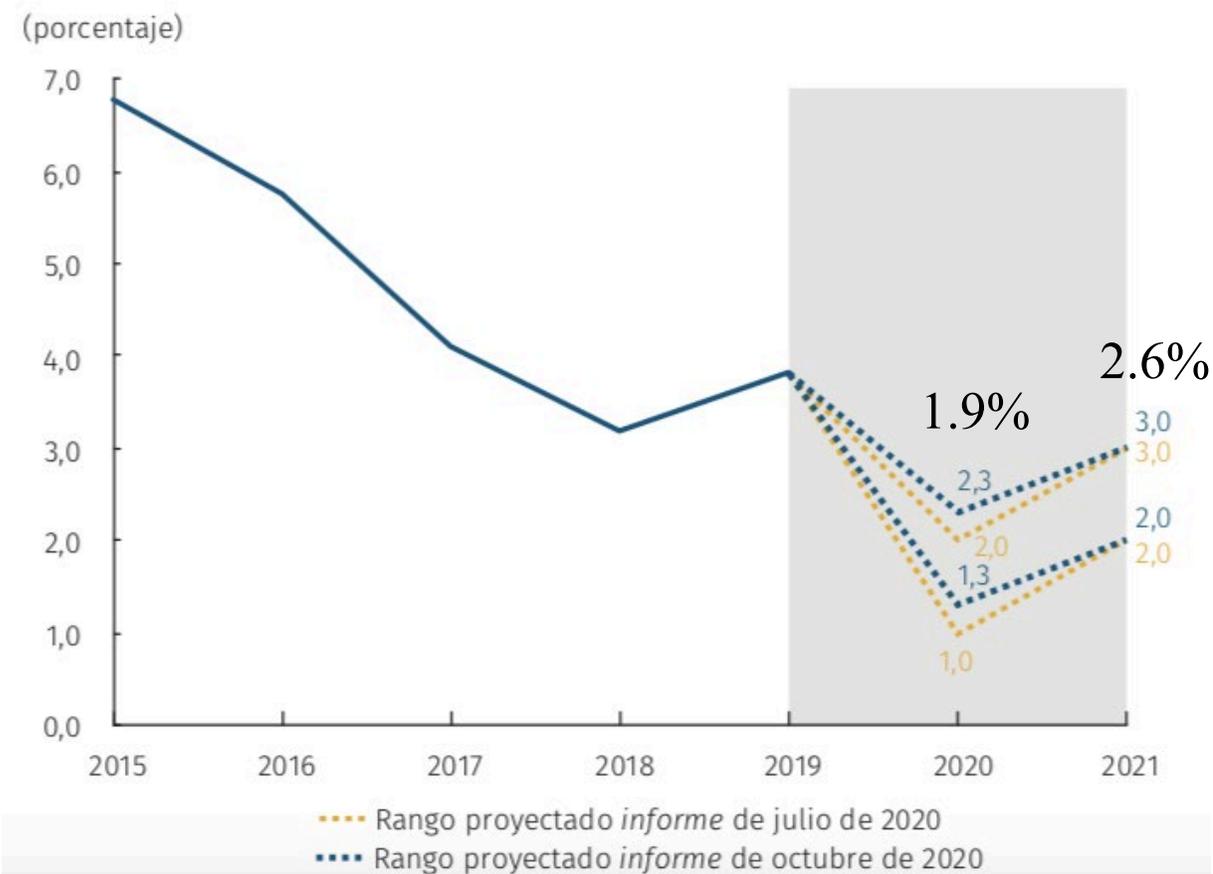
Regulados



Las sub-canastas del IPC se han desacelerado menos de lo esperado

Se revisó al alza el rango de la inflación para 2020 (1,3% - 2,3%: 1.9%)
y se mantuvo el rango para 2021 (2% - 3%: 2.6%)

Índice de precios al consumidor (IPC) (fin de período; variación anual)

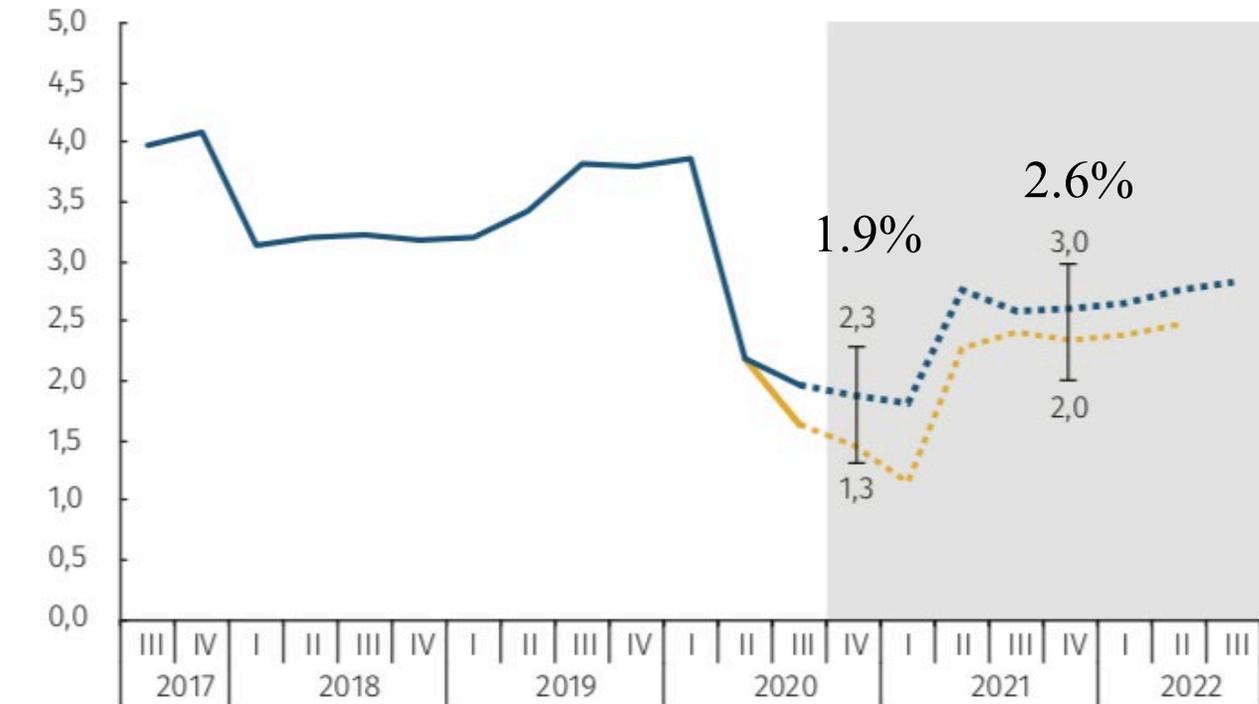


- El IPC de alimentos presentó una fuerte desaceleración por caídas en precios de perecederos. Se espera que esta dinámica continúe en 2021 por buenas condiciones climáticas (fenómeno de La Niña)
- El IPC de regulados registraría variaciones anuales bajas hasta final de año: menores precios de combustibles y reducciones de tarifas de servicios públicos, aunque hubo revisiones al alza en algunos servicios públicos por fin de alivios.
- Los precios de algunos servicios regulados en 2021 se indexarían a una tasa de inflación baja.

Inflación anual IPC

Índice de precios al consumidor (IPC) (variación anual, fin de período)

(porcentaje)



..... Proyección informe de julio de 2020
 Proyección informe de octubre de 2020
 I Rango proyectado informe de octubre de 2020

La brecha de producto negativa es compatible con niveles bajos de la inflación básica, que se situaría entre 1% y 2% en 2020 y entre 2% y 3% en 2021

IPC sin alimentos ni regulados (variación anual, fin de período)



- Debilidad de la demanda interna explica en parte el **bajo traspaso** de la depreciación a los precios
- No se reconoce traspaso de **impoconsumo a comidas** fuera del hogar
- Se esperan aumentos en algunos componentes por costos de **bioseguridad y disolución de alivios transitorios**
- Débil demanda e **indexación** a inflación baja limitarían las presiones inflacionarias en 2021 (v.g. arriendos y educación)
- Se espera un **aumento de la inflación básica en 2021** como consecuencia de la terminación de las medidas regulatorias temporales y recuperación de la economía
- Pronósticos: a **cinco y menos años** continúan por debajo o cerca de la meta



TEMAS

EL PRONÓSTICO MACROECONÓMICO

LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

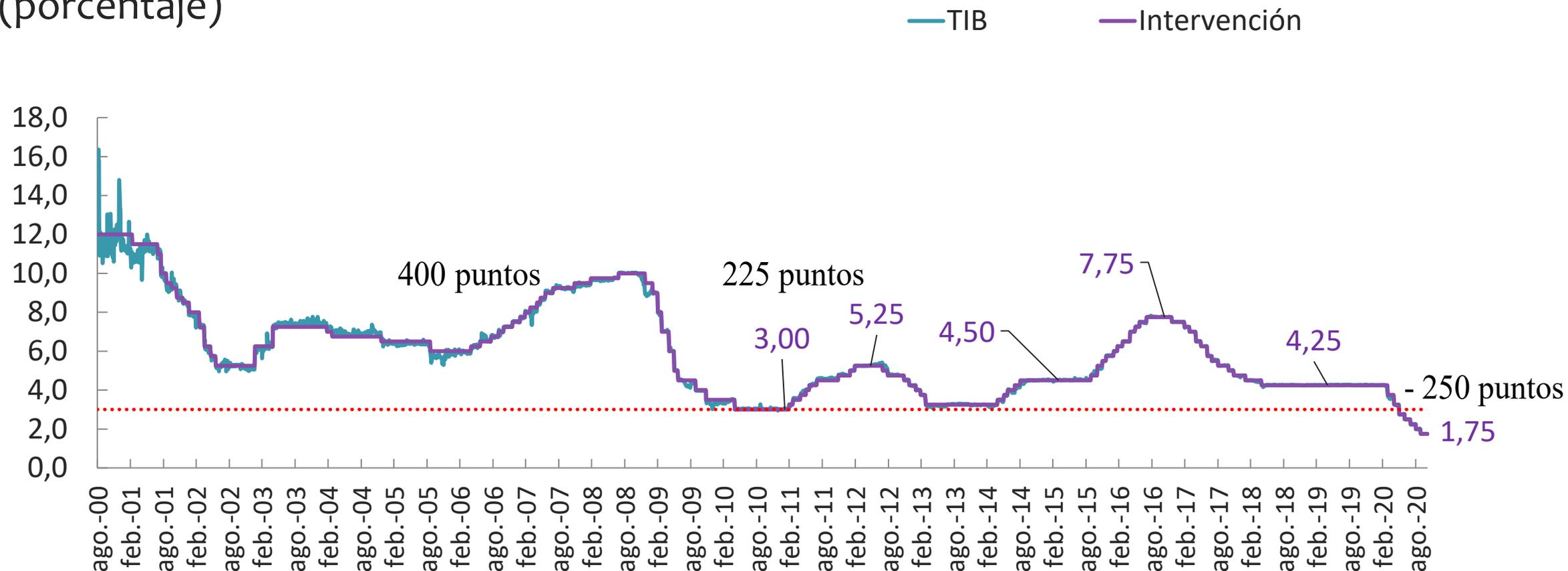
PRONÓSTICOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN

POLÍTICA MONETARIA

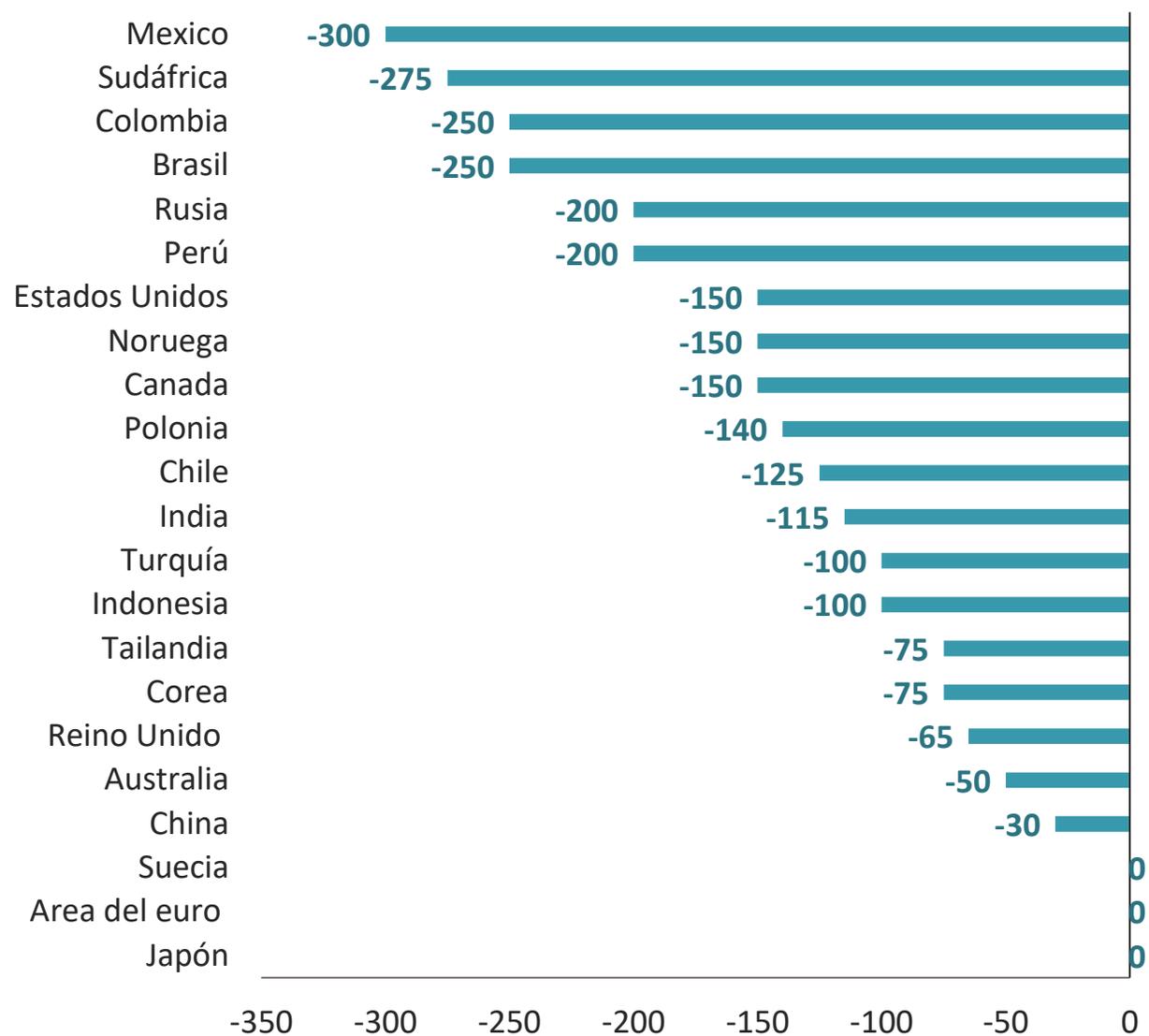
CONCLUSIONES

Tasa de intervención vs TIB e IBR

(porcentaje)

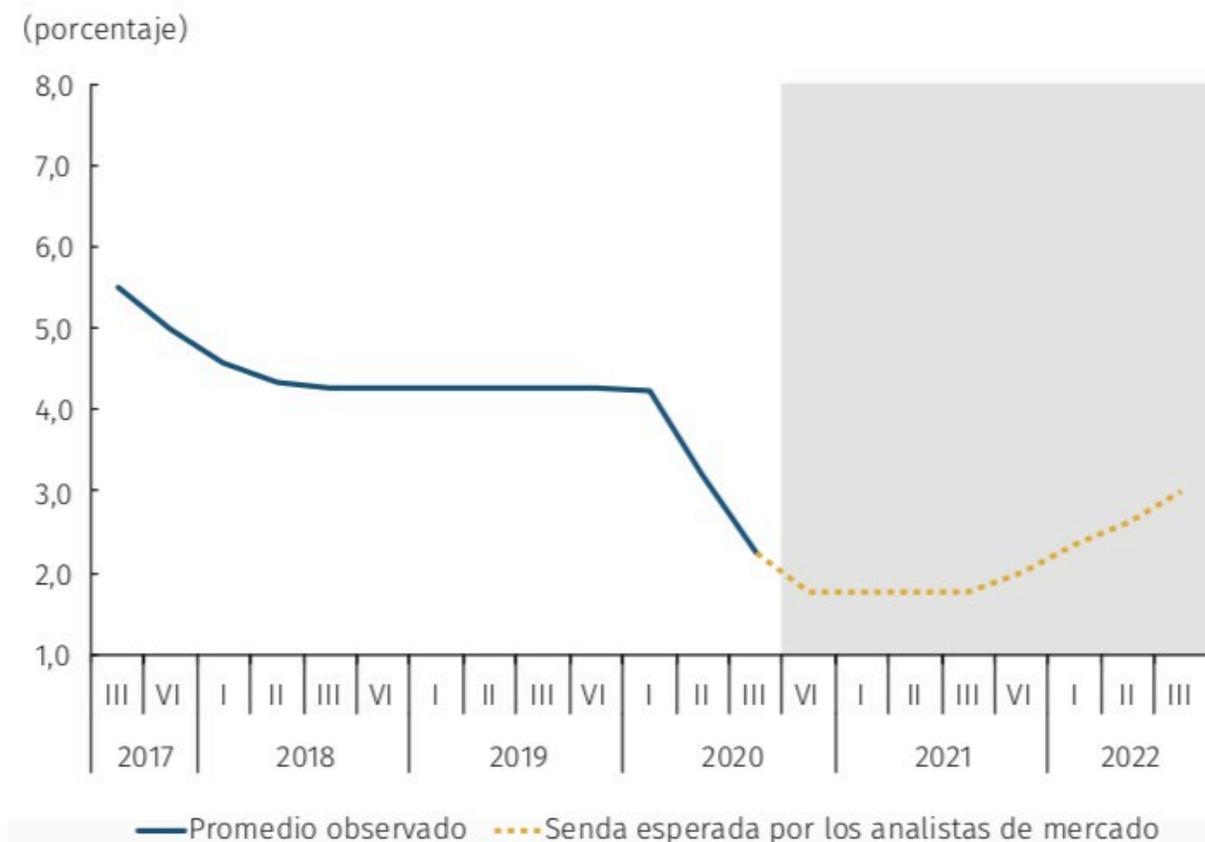


Variación en las tasas de política (puntos) desde enero de 2020



Postura expansiva de la política monetaria

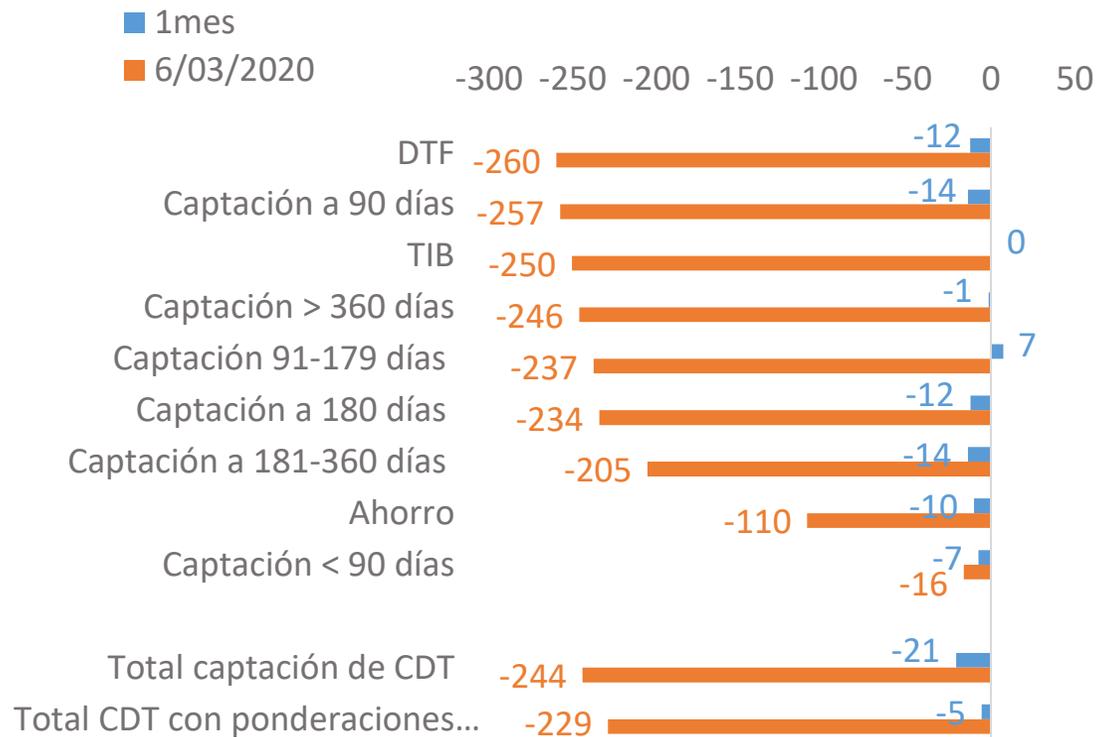
Tasa de interés de política promedio trimestral observada esperada por los analistas ^{a/}



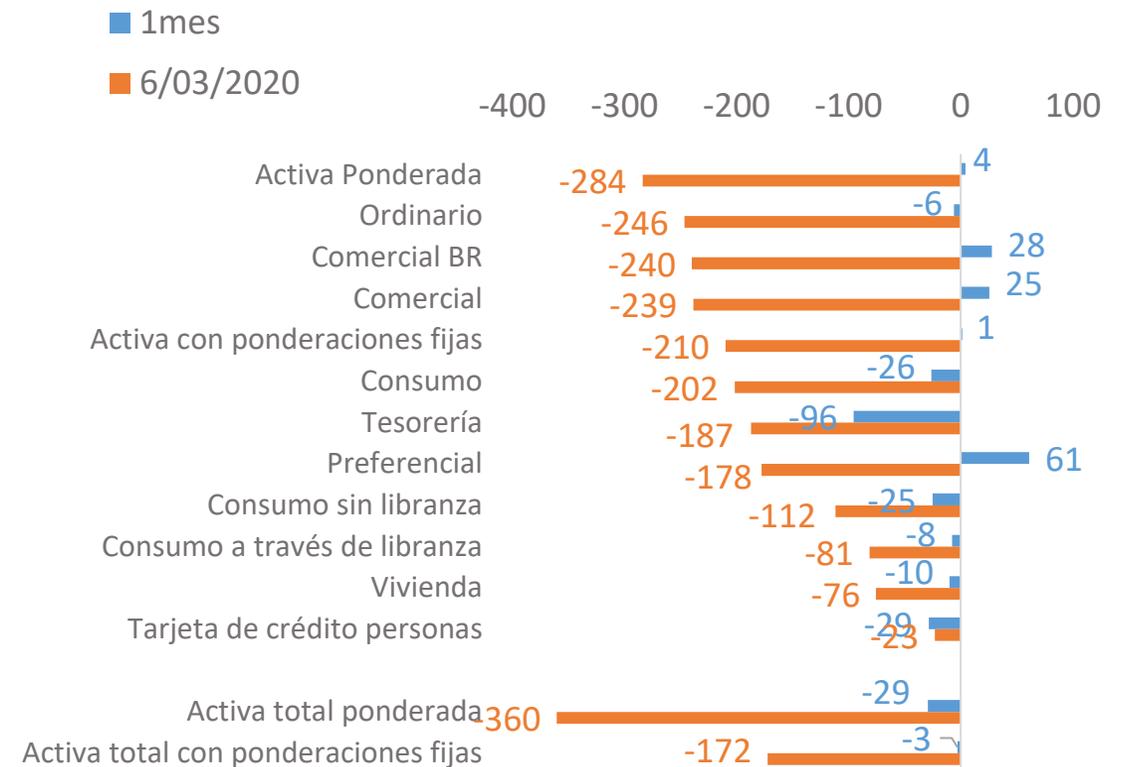
- La senda de tasa de Interés esperada por los analistas se mantiene en 1.75% hasta 2021-IV, cuando presenta un incremento de 25 pbs.
- La senda de tasa de interés del equipo técnico es en promedio ligeramente mayor que la de analistas en el horizonte de pronóstico
- La senda hacia adelante dependerá de:
 - ✓ Magnitud y persistencia de los choques sobre la demanda agregada
 - ✓ El comportamiento de la inflación y de sus expectativas
 - ✓ Evolución de las condiciones financieras externas y su efecto sobre la tasa de cambio
 - ✓ Las condiciones financieras internas
 - ✓ **Evolución de la pandemia y las medidas que autoridades y agentes tomen para reducir su efecto sobre la salud.**

Transmisión de tasas

Tasas pasivas (variación, puntos básicos)



Tasas activas (variación, puntos básicos)



Liquidez

- La situación financiera internacional fue muy volátil en marzo y abril, con repercusiones importantes en Colombia
- Con mucho nerviosismo local
- El Banco dió liquidez en multiples formas y la situación se ha estabilizado

Situación internacional: diferencial entre Libor a 3 meses y T bills en EEUU

(puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

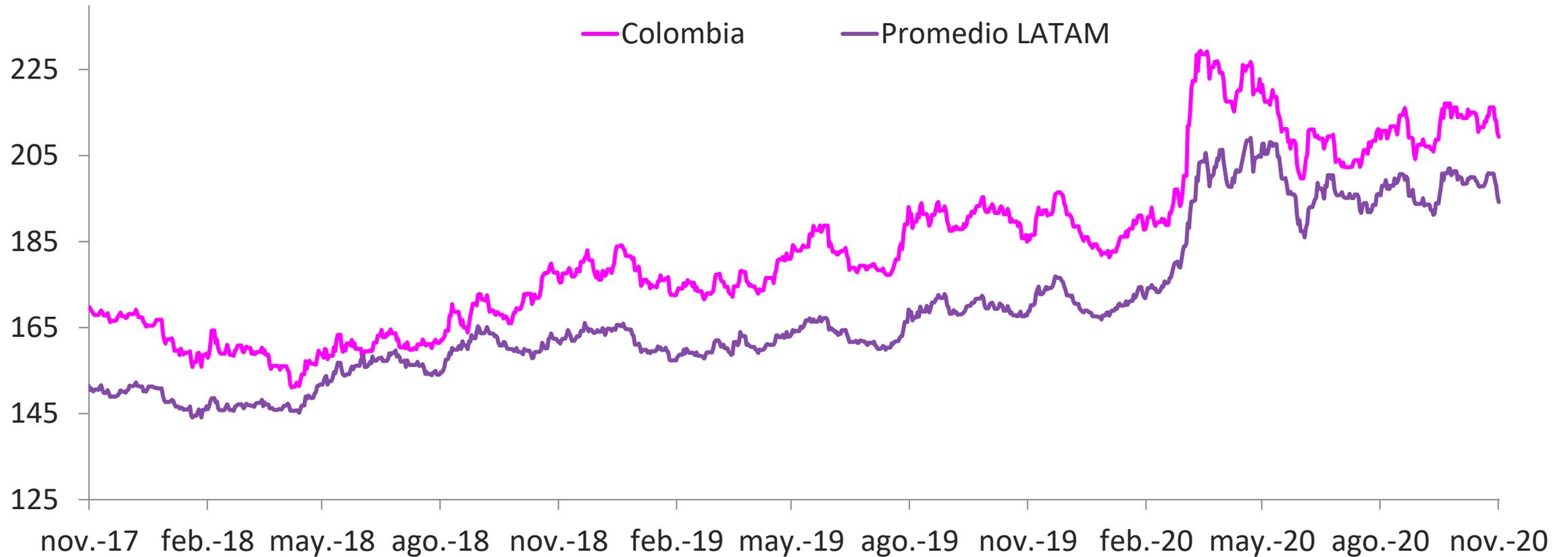
Diferencial entre Libor a 3 meses y T bills en EEUU (puntos básicos)



Fuente: Bloomberg.

Tasa de cambio nominal

(Base 100 = 14 de Septiembre de 2010)



Fuente: Bloomberg.

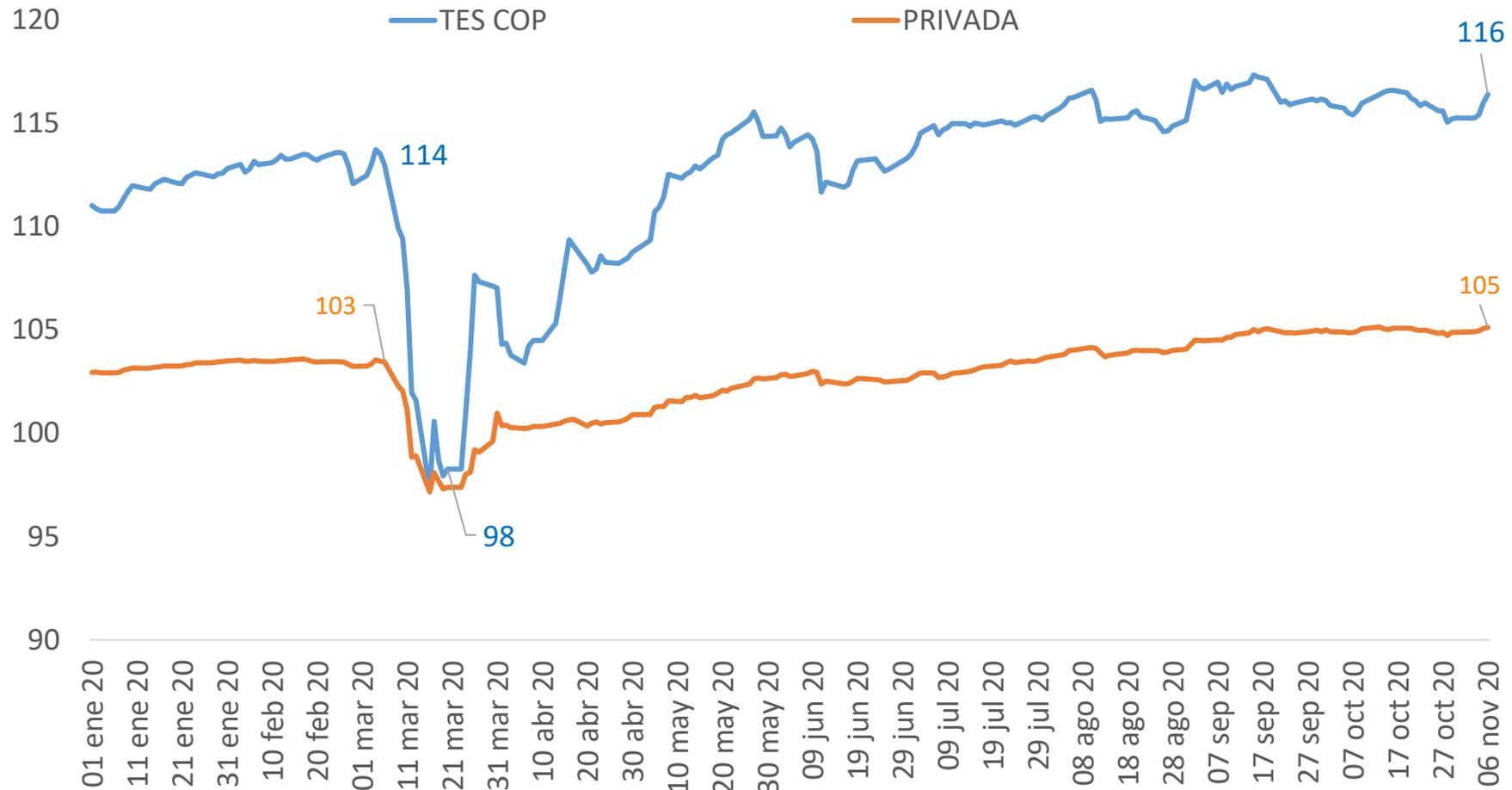
Liquidez

- Ampliación de operaciones de expansión transitoria (repo)
 - Montos, plazos, contrapartes y títulos admisibles
 - En marzo y abril de 2020, la BR anunció la compra de hasta COP \$ 2 billones de bonos públicos en el mercado secundario en cada mes
 - En marzo el BR compró COP \$ 2 billones y en abril \$ 0,8 billones
- Compras de títulos públicos y privados
 - Estas operaciones brindan liquidez por períodos prolongados y reducen la incertidumbre de los intermediarios financieros sobre su fondeo
 - Las compras de deuda privada equivalen a un 7.2% de la base monetaria, las de deuda pública a un 2.6%, y la reducción del encaje al 9.4%
- Reducción del encaje de 2% en promedio (de 7% a 5%)
 - Se liberan recursos de manera permanente

- Medidas de coberturas cambiarias y de liquidez en dólares (sin que se afecten nuestras reservas internacionales)
 - Ventas de dólares forward con cumplimiento financiero a un mes para ampliar las coberturas contra el riesgo de una depreciación fuerte del peso
 - Swaps de dólares para estabilizar el mercado cambiario y proveer liquidez en dólares

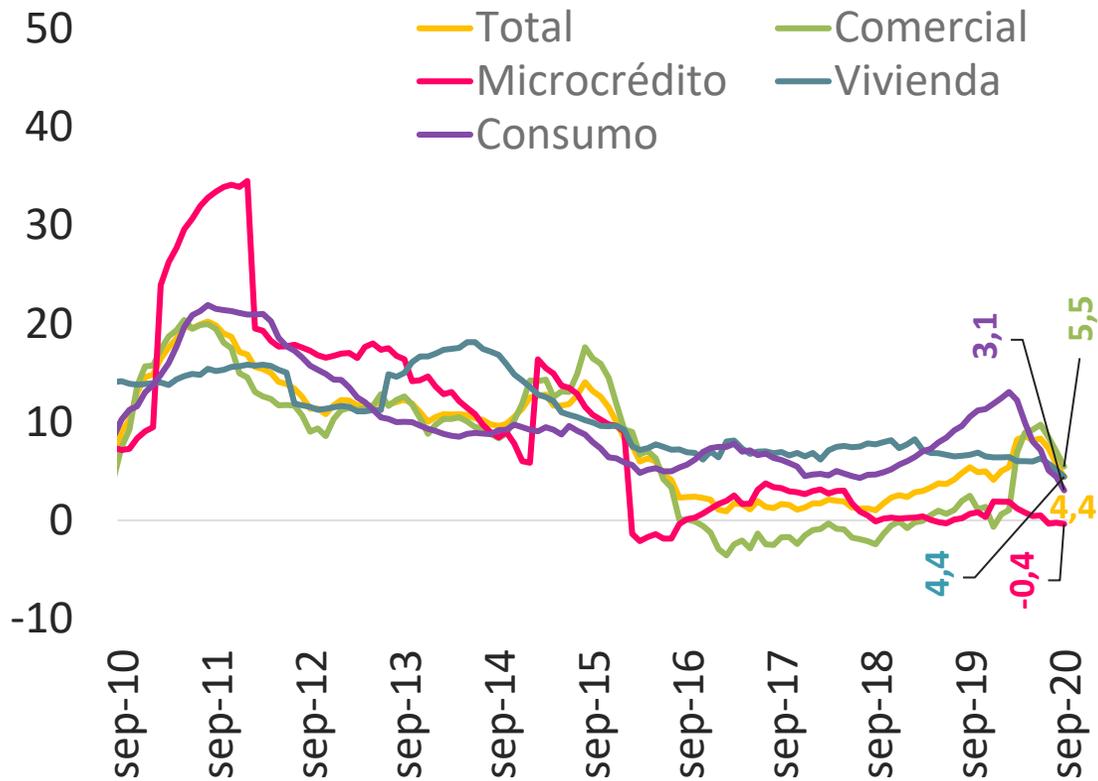
Precio de los TES y de la deuda privada

(enero de 2016=100)

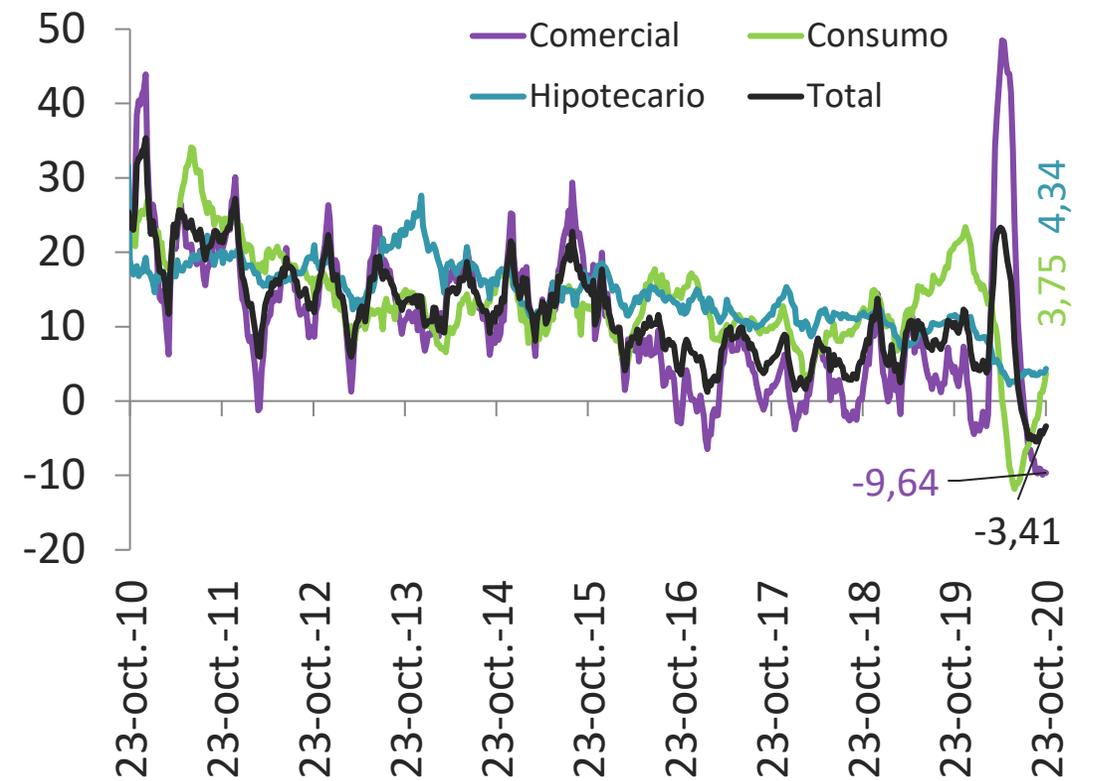


Crédito

Crecimiento **real anual** de la cartera (%)

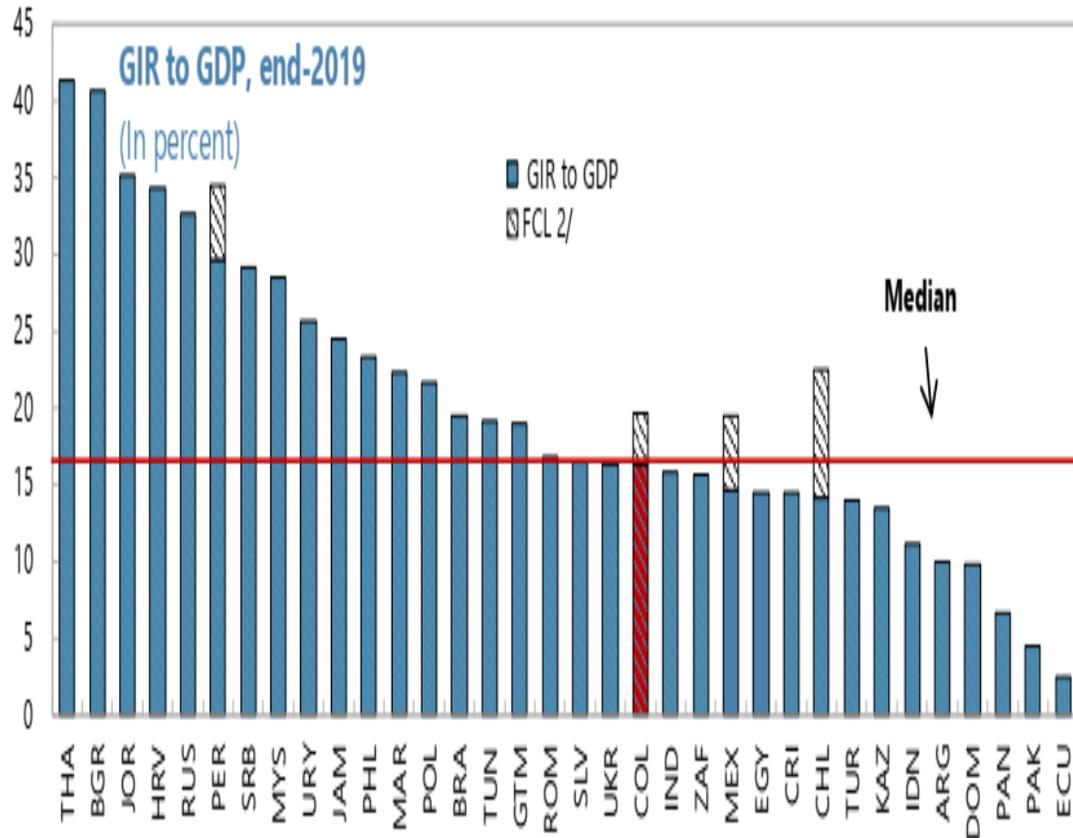


Crecimiento **nominal** últimas 13 semanas

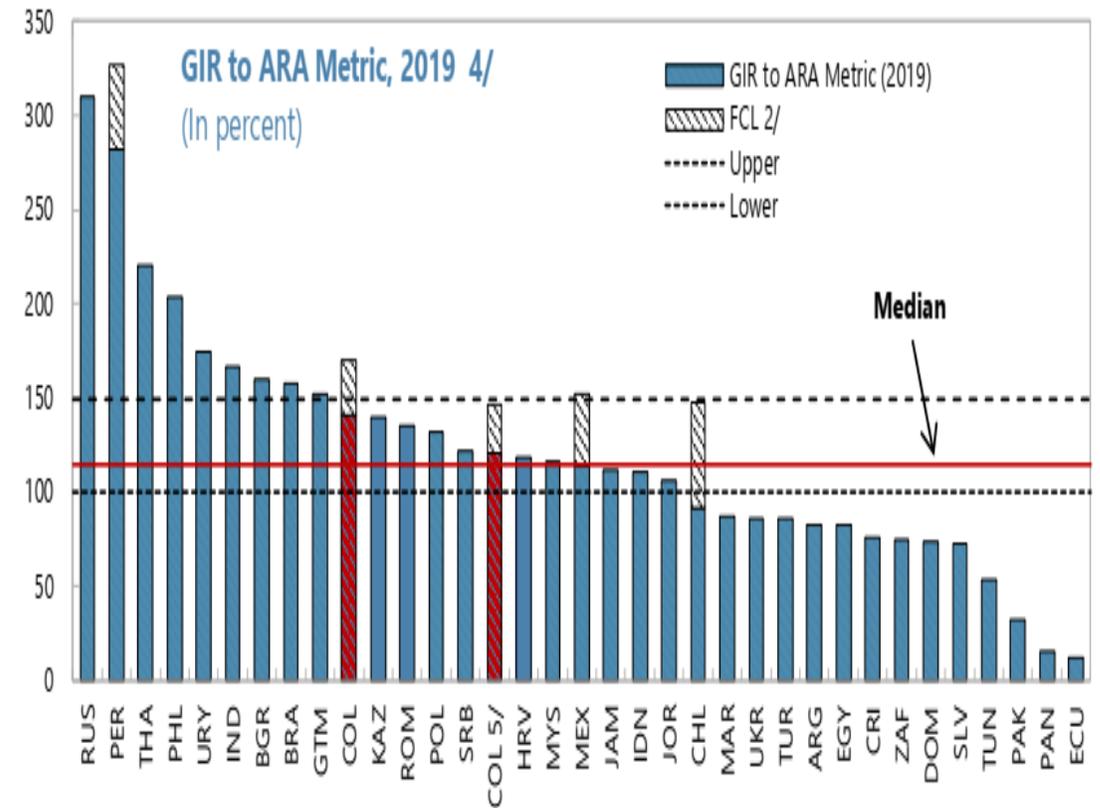


Reservas internacionales

Reservas/PIB (%)



Reservas/ARA (FMI)



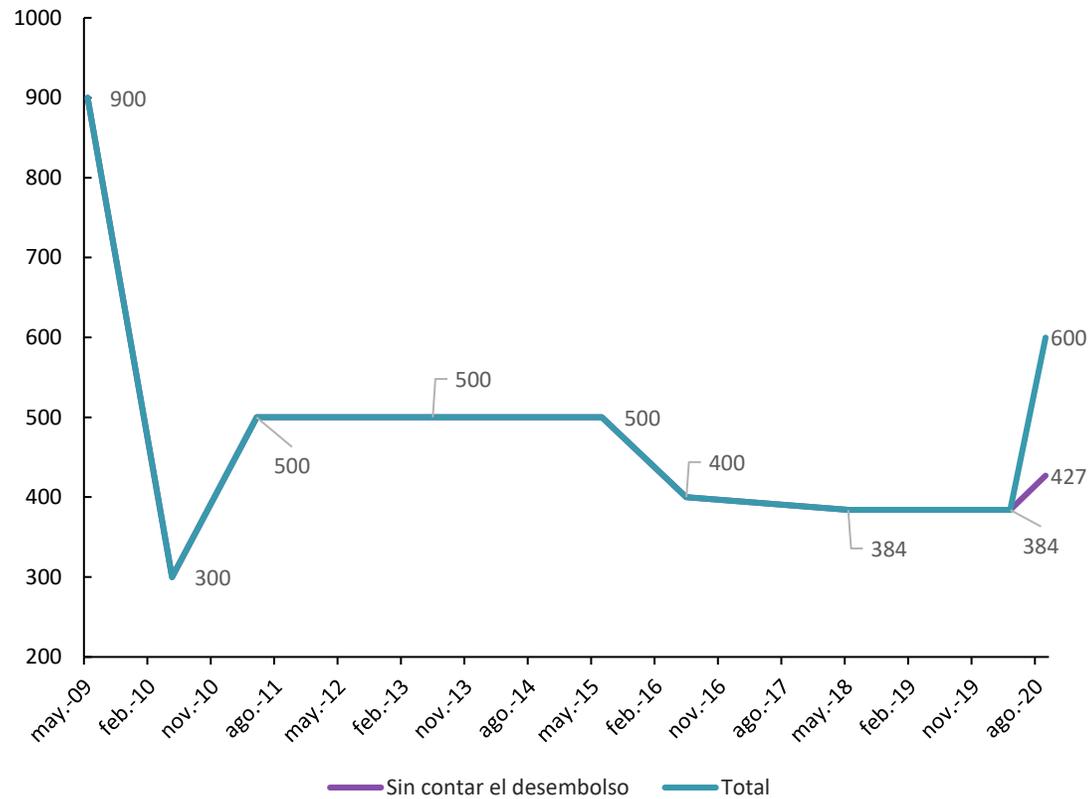
5/ Incluye el buffer para commodities

Reservas internacionales

- Se compraron US\$ 2,000 millones al gobierno
- Convenio FIMA con la FED
- Se amplió la línea de crédito flexible con el FMI

Línea de crédito flexible

FCL- Colombia (porcentaje de la cuota)



FCL - Colombia (millones de dólares)





TEMAS

EL PRONÓSTICO MACROECONÓMICO

LA ECONOMÍA INTERNACIONAL

PRONÓSTICOS DE ACTIVIDAD ECONÓMICA E INFLACIÓN

POLÍTICA MONETARIA

CONCLUSIONES