

## **La travesía de Colombia por la actual crisis mundial**

**Por: José Darío Uribe<sup>1</sup>**

Se espera que en 2009 el crecimiento se desacelere en todos los países y Colombia no será inmune a lo que ocurra en el resto del mundo. En esta presentación voy a esbozar las principales razones por las que considero que, a pesar de todo, nuestro crecimiento continuará siendo positivo en 2009, incluso en términos per cápita, así como por qué estimo que estaremos en una buena posición para beneficiarnos de una recuperación mundial en 2010.

No obstante, mucho depende todavía de cómo evitemos los riesgos que nos esperan en el próximo año. Por lo tanto, trataré de dejar en claro que el riesgo principal es la inflación.

El objetivo final de la política macroeconómica en Colombia debería ser ofrecer bases sólidas para tener un crecimiento sostenible a pesar de los ciclos y oscilaciones de la economía mundial. En consecuencia, cualquier acción que tomen las autoridades para responder a la caída del crecimiento debería, por lo menos, no perjudicar las posibilidades de crecer de manera sostenible en 2010 y más allá. Si nos ceñimos a este razonamiento, estaremos en una buena posición para sacar provecho de una recuperación global en 2010.

### **La economía mundial**

Tal como lo muestran con claridad las proyecciones del FMI actualizadas en noviembre de 2008, muy probablemente muchos países, en todas las regiones del mundo, van a crecer lentamente en 2009. Se espera que las naciones más avanzadas tengan el peor desempeño y que, de hecho, el producto de EE UU, Europa y Japón se reduzca. El crecimiento de Asia (excluido Japón) debe ser unos puntos porcentuales menor que en los años anteriores. Incluso algunos analistas han pronosticado que el crecimiento de China caerá a cerca de 6%. En Latinoamérica el crecimiento, en promedio, será más o menos la mitad de lo que fue en los últimos dos años. Todo esto puede parecer muy sombrío. Sin embargo, esas mismas proyecciones contemplan una recuperación que puede iniciarse tan pronto como a finales de 2009, cuando las enormes acciones de política del último año y medio empiecen a tener efecto, por la vía de destrabar el crédito bancario.

### **¿Qué representa la desaceleración mundial para Colombia?**

La desaceleración mundial implica menor demanda por nuestras exportaciones. Las exportaciones colombianas representan algo más del 20% del PIB. Por lo tanto, ante una caída de la demanda mundial de, digamos, dos puntos porcentuales entre 2008 y 2009, es probable que nuestro crecimiento se reduzca entre medio y un punto porcentual<sup>2</sup>. Por lo tanto el menor crecimiento global tendrá un efecto importante en Colombia; sin embargo,

---

<sup>1</sup> Gerente del Banco de la República, banco central de Colombia.

<sup>2</sup> Este sería el máximo efecto, dado que algunas de nuestros exportadores, por ejemplo de productos industriales, estarían en condiciones de orientarse a los mercados domésticos.

no será tan grande como en otros países más abiertos al comercio internacional, por lo menos a través de este canal.

Además de lo anterior, los precios de los productos primarios han caído en los mercados mundiales durante los últimos seis meses. Esto tiene importancia, dado que nuestras exportaciones siguen concentrándose mucho en este tipo de materias primas: las exportaciones de petróleo y sus derivados, carbón, café y ferroníquel representan alrededor de 10% del PIB. Como es natural, si los precios internacionales caen, los ingresos en dólares de estos exportadores se reducirán. Si bien es cierto que también importamos productos primarios, como materias primas y alimentos, históricamente nuestro ciclo de negocios ha estado positivamente correlacionado con el ciclo de precios internacionales, de manera que esperaríamos que dominara el efecto de los menores precios de las exportaciones.

Dicho lo anterior, hay que señalar que los precios de nuestras exportaciones crecieron tanto desde 2000 que aún con las fuertes caídas de los últimos seis meses han quedado en niveles que todavía son cómodos para nuestros productores. Por ejemplo, el precio del petróleo está alrededor de 30 dólares por barril. Aunque es bajo, y debería además medirse en términos reales, debemos recordar que el precio promedio entre 1980 y 2000 fue de 22 dólares por barril<sup>3</sup>.

Después está el canal de los flujos de ingreso de capital, quizá es el canal más importante por el cual podría llegar a afectarnos la crisis global actual. Colombia es un deudor neto, de manera que requiere fondos externos. A medida que las instituciones financieras del exterior buscan recapitalizarse y mejorar sus balances, pueden hacerse renuentes a prestar a países emergentes e incluso pueden querer reducir sus compromisos vigentes. Por lo tanto contamos con encontrarnos con algunas restricciones en nuestro endeudamiento internacional, como consecuencia inevitable de esta crisis.

Pero aún en este campo hay razones para ser relativamente optimistas:

En primer lugar, es importante que los flujos de ingreso de capital a Colombia crecientemente hayan adoptado la forma de inversión extranjera directa (IED). Por su misma naturaleza la inversión extranjera directa se hace con plazos mayores, de manera que sabemos que en 2009 todavía recibiremos fondos para proyectos importantes. Una proyección razonable sería que los flujos de ingreso de IED caerán de US\$10.000 millones en 2008, esto es, cerca de 4,2% del PIB, a unos US\$7.000 millones en 2009, que todavía representan alrededor de 3,4% del PIB.

En segundo lugar, y en concordancia con lo anterior, la posición externa de Colombia, valorada con criterios como el déficit de la cuenta corriente o el nivel de reservas internacionales, luce mucho más sólida para entrar en una crisis que en episodios previos. Podría discutirse, con buenos argumentos, que hubiéramos podido hacer más, considerando qué tan favorables fueron los años recientes. Pero sigue siendo válido que no se ven alarmas encendidas señalando gran vulnerabilidad.

---

<sup>3</sup> Precio por barril de petróleo WTI.

Tercero, y quizá lo más importante, hemos mejorado la forma en que se manejan los flujos de ingreso de capital dentro de nuestro sistema financiero. Una lección muy importante sobre la sostenibilidad de los flujos de ingreso de capital, que todos estamos repasando ahora, es que mucho depende de cómo los administramos en el sistema financiero doméstico.

Este último punto merece un poco más de explicación. Permítanme volver sobre el efecto que tienen las menores exportaciones en el crecimiento. Antes de concluir que los menores precios de los productos básicos siempre significan menor crecimiento en Colombia deberíamos detenernos a pensar ¿exactamente, cómo?

La explicación más simple sería que los precios de exportación son importantes por el PIB del sector exportador. Pero eso puede no ser correcto. Las gráficas A.1 a A.3 muestran que los menores precios de las exportaciones no están asociados con menores PIB reales de la agricultura, la minería o la industria. La razón es que al sector exportador le toma tiempo responder a los mayores precios. En cambio, como muestran las gráficas A.4 a A.6 el gran PIB del sector de bienes no transables es el motor procíclico de la respuesta de la economía nacional a los precios reales de las exportaciones.

Estas paradójicas respuestas sectoriales fueron analizadas recientemente por dos investigadores del Banco de la República, Lavan Mahadeva y Javier Gómez. Parece ser que ellas surgen porque los mayores flujos de ingreso de capital dan la impresión de estar, a su vez, asociados con mayores precios de exportación. Con precios de exportación altos, los ingresos de capital también son altos. Si los depósitos de los bancos colombianos se incrementan, éstos comienzan a hacer préstamos a inversionistas y consumidores que no tienen acceso directo al mercado financiero internacional. Esto estimula el crecimiento de los sectores productores de bienes no transables, hacia los que se orienta mucho del gasto extra. Cuando los flujos internacionales se restringen, los bancos encuentran que tienen menos fondos disponibles y empiezan a restringir el crédito interno, de forma que el ciclo se devuelve. Esta historia trae a primer plano la naturaleza procíclica del sector financiero.

Suavizar este ciclo es tarea de todas las políticas macroeconómicas. Una razón es que, dado que mucho del consumo interno se dirige a bienes no transables, y puesto que la tasa de cambio real es el precio relativo de dichos bienes, mayores precios de las exportaciones y fuertes flujos de ingreso de capital causan grandes apreciaciones en épocas de auge. Esto restringe las posibilidades del instrumento estándar de la política monetaria: las tasas de interés, si dicha política debe actuar ella sola. Si se logra contener el *boom* del gasto en bienes no transables con el apoyo de acciones de estabilidad financiera y de política fiscal, tendremos menor apreciación y menos recesión cuando el ciclo de crecimiento global se devuelva.

En resumen, la naturaleza de avance-parada del ciclo global requiere una política interna contracíclica que actúe en las dimensiones de la estabilidad financiera, la política monetaria y la fiscal. El punto consiste en que si Colombia va a hacer buen uso de los mercados financieros internacionales, tenemos que enfrentarnos con esas fuerzas externas y no permitir que cualquier *boom* en nuestro sistema financiero se nos salga de las manos. En la

siguiente sección explicaré los progresos que hemos hecho en esta dirección en los últimos años, lo que establece las bases de algún optimismo para 2009.

### **El sistema financiero colombiano frente a la crisis actual**

Permítanme relatar nuestra experiencia durante el reciente *boom* global, para darle un contexto a mi análisis de la sección anterior.

En 2004 y 2005 la economía colombiana apenas terminaba de recuperarse de la profunda y larga depresión en la que cayó después de las crisis asiática y rusa. Sin embargo, para comienzos de 2006 esta recuperación se transformaba rápidamente en un *boom*. La inflación se aceleraba y la demanda interna crecía mucho más rápidamente que el PIB. El déficit de la cuenta corriente se ampliaba, a pesar de que nuestros términos de intercambio mejoraban, con el apoyo de buenos precios de las exportaciones y fuertes flujos de ingreso de capital. Tal como acabo de describir, el ciclo global favorable estimuló a nuestro sistema financiero a expandir el crédito internamente. Hubo una súbita explosión crediticia en la segunda mitad de 2006, que introdujo nuevos y más riesgosos prestatarios al sistema, y debilitó los balances de nuestras firmas y hogares.

Esto puede apreciarse, entre otras maneras, por la evidente velocidad con la que ocurrían los fenómenos que describí. Por ejemplo, el crecimiento anual de los préstamos del sector financiero en términos reales pasó de 10% en diciembre de 2005 a 27% en diciembre de 2006. La inflación básica en promedio anual subió de 3,5% en abril de 2006 a 4,8% en abril de 2007. El déficit de la cuenta corriente se amplió de 1,8% del PIB en la segunda mitad de 2006 a 3,6% del PIB en la primera parte de 2007.

Nuestra respuesta fue incrementar las tasas de interés. En total aumentamos la tasa de interés en 400 puntos básicos entre abril de 2006 y julio de 2008. Sin embargo, la demanda y el crédito se expandían con tal velocidad que esto simplemente no era suficiente. Además, las autoridades tenían la preocupación de que empezaban a aparecer (o a empeorar) desajustes de monedas en los balances del sector público y privado, cuyas consecuencias fueron un aprendizaje doloroso de los últimos años de la década anterior.

En esta forma, además de los aumentos en las tasas de interés de intervención del banco central, en 2007 también establecimos un requisito de encaje marginal, para desacelerar el flujo de préstamos bancarios. Adicionalmente, la autoridad de estabilidad financiera del país hizo más exigentes las provisiones crediticias y puso en funcionamiento un nuevo sistema de administración del riesgo de crédito.

También aceleramos la acumulación de reservas internacionales durante la fase de auge y, en 2007, se impusieron medidas para hacer más costoso el endeudamiento externo de corto plazo, lo mismo que limitamos los desajustes de monedas y el riesgo de liquidez en moneda extranjera. Más específicamente:

- Ya existían límites a la posición de activos denominados en divisas de los bancos y otras entidades financieras, como porcentaje de su patrimonio. Estos límites tienen el propósito de controlar los desajustes en monedas de los intermediarios financieros.
- Exigimos a los bancos y a otros intermediarios financieros tener una posición neta positiva de “caja”, como porcentaje de su patrimonio: esto garantiza que los activos líquidos en moneda extranjera superan sus pasivos de corto plazo en divisas, lo cual reduce el riesgo de liquidez en moneda extranjera del sistema financiero. También hay un tope para esa posición, con el fin de evitar la presión excesiva sobre la tasa de cambio en episodios de rápida devaluación.
- Se reactivaron los requisitos de depósitos por deuda externa y por inversión de portafolio para desincentivar los flujos de ingreso de capital de corto plazo y para reducir la vulnerabilidad de la economía ante súbitas reversiones de estos flujos.
- Impusimos límites a los bancos y otras entidades financieras con respecto a su posición en moneda extranjera por concepto de derivados, como porcentaje del patrimonio. Dicho límite tenía como propósito reducir el riesgo de contraparte en divisas de los intermediarios financieros en el mercado de derivados.

Estas medidas demostraron su utilidad. Estamos en una posición mejor para el inicio de una crisis. La demanda interna se ha enfriado; la tasa de crecimiento de la primera mitad de 2008 fue 4,9% superior a la de los mismos meses de 2007. En conexión, nuestro déficit de cuenta corriente ha dejado de ampliarse. Como un todo, el crecimiento real del crédito del sector financiero se ha reducido, de 20% a una tasa más sana de más o menos 13%. Nuestro sistema financiero tiene una razón de capital ponderada por riesgo de 13,9%, que está muy por encima del mínimo recomendado por Basilea II. Los bancos también han aumentado sustancialmente sus provisiones, en cumplimiento de la más reciente reglamentación. Las reservas internacionales equivalen a 35% de los depósitos en nuestro sistema financiero.

Las regulaciones cambiarias que mencionamos restringieron las actividades de intermediación financiera en divisas de los bancos locales y evitaron el desarrollo de un mercado interbancario de préstamos en moneda extranjera. Al propio tiempo limitaron el endeudamiento de corto plazo en divisas y los desajustes de monedas en los balances del sector privado, lo mismo que sus posibilidades de asumir posiciones especulativas excesivamente grandes en dichas monedas. Como resultado, se controló una gran parte del riesgo de liquidez en divisas en Colombia.

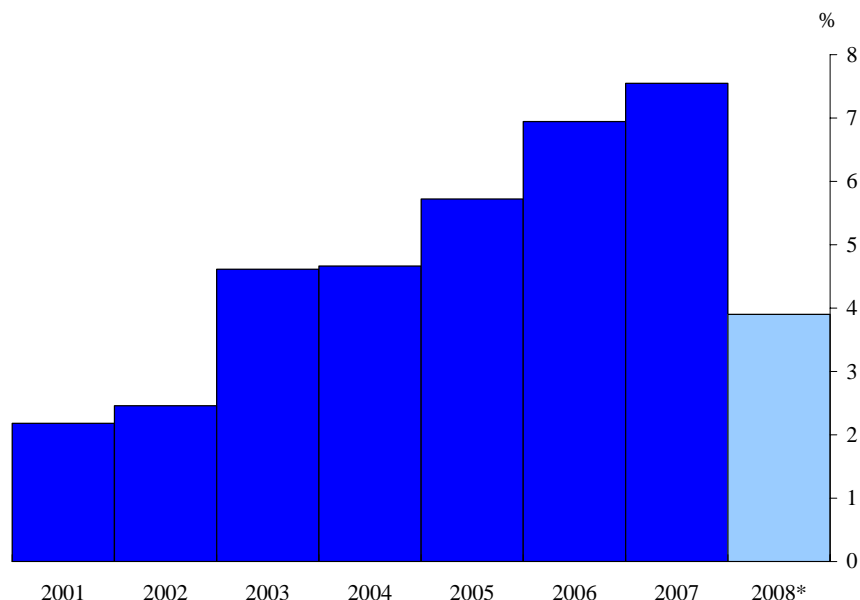
### **Crecimiento del PIB en 2008 y nuestras expectativas para 2009.**

Ahora quisiera basarme en lo expuesto para contarles sobre el crecimiento del PIB de Colombia en 2008 y, a partir de este punto, mirar hacia el 2009.

La gráfica 1 muestra que, muy probablemente, el crecimiento en 2008 será mucho menor al de 2007. En cada trimestre de 2008 el crecimiento fue inferior al del período anterior y esperamos terminar con una tasa de crecimiento anual de 3,2%, comparada con 8% en

2007. Se podría pensar que ello se debe al ciclo global, pero eso no sería completamente correcto. La desaceleración se debe a una combinación de factores que, en su totalidad, tiene origen interno o regional.

**Gráfica 1. Crecimiento real del PIB**

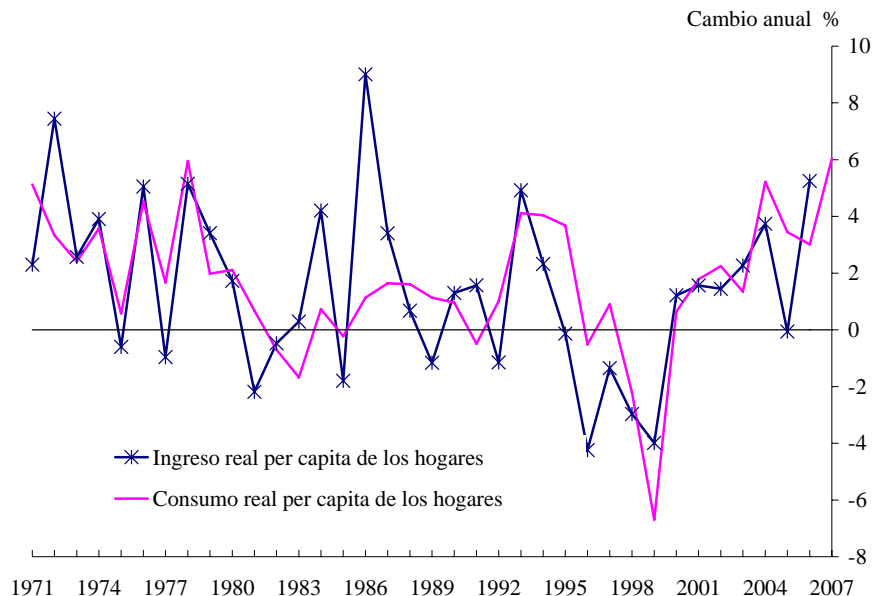


Nota: 2008\* es la tasa de crecimiento de los tres primeros trimestres de 2008, con respecto al mismo período de 2007.  
Fuente: DANE.

Ciertamente parte de la desaceleración se debe a nuestras acciones de política monetaria. Tal como lo explicaba en la primera sección, consideramos que era importante, tanto en lo que respecta al control de la inflación como en cuanto a la sostenibilidad del crecimiento, no permitir que el gasto en bienes no transables se saliera demasiado de su cauce durante el *boom*.

Otro factor importante que ha reducido nuestro crecimiento fue el lastre de los propios choques de precios. Para 2008 las abruptas alzas de precios que experimentamos en la fase de auge empezaron a pesar fuertemente en los ingresos reales de los consumidores. En países como Colombia, donde el acceso al sector financiero es limitado, el consumo sigue muy de cerca la evolución del ingreso real. Véase la gráfica 2.

**Gráfica 2. Consumo real de los hogares e ingreso disponible real de los hogares 1970-2007**



Fuente: DANE.

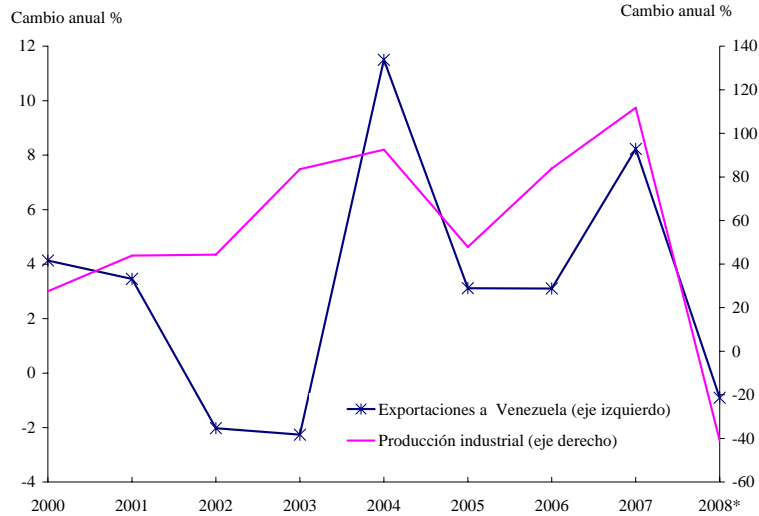
El ingreso real de los hogares es el ingreso nominal de los hogares deflactado por el IPC.

De manera análoga, los incrementos en los precios del petróleo y de otras materias primas han elevado los costos de nuestros productores, limitando su producción.

En este sentido, parte de la abrupta desaceleración en el ingreso real era inevitable, pues es consecuencia de un ajuste por una sola vez en los precios internacionales de los alimentos y los combustibles. No obstante, subsiste una responsabilidad del banco central en el sentido de asegurar que este ajuste en los precios relativos no se extienda a una inflación generalizada sin control.

Otro factor que explica el menor crecimiento son las restricciones que impuso Venezuela a nuestras exportaciones en marzo de 2008. Venezuela es un destino muy importante de nuestras exportaciones industriales y ha sido un mercado muy lucrativo en los años recientes. Por ejemplo, alrededor de 80% de nuestras exportaciones de automóviles se despacharon hacia allá en 2007. Como es natural el crecimiento de la producción industrial se afectó severamente por dichas restricciones. Véase la gráfica 3.

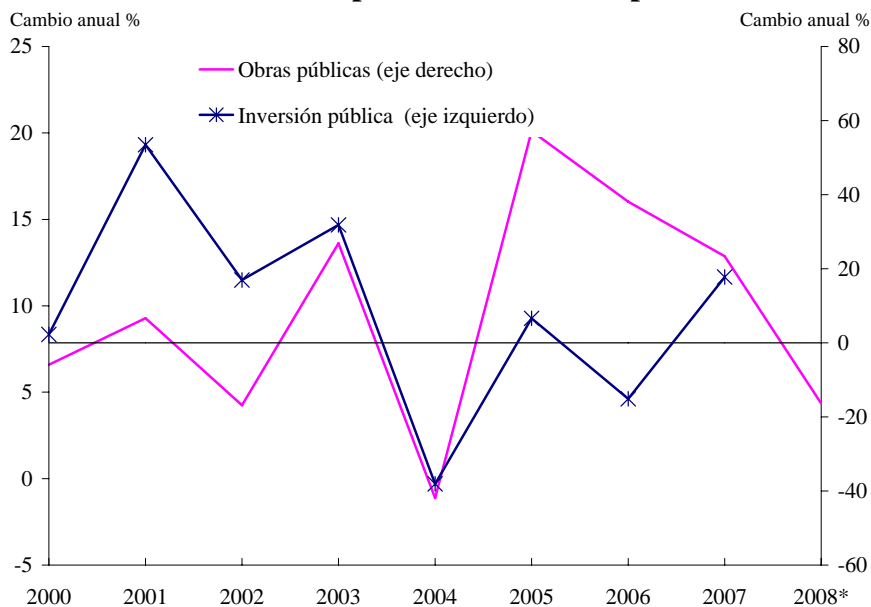
**Gráfica 3. Producción industrial de Colombia y exportaciones colombianas a Venezuela.**



Nota: 2008\* es la tasa de incremento de los tres primeros trimestres de 2008 comparados con el mismo período de 2007. Las exportaciones a Venezuela aparecen en millones de dólares de EEUU, deflactadas por el IPC de EE UU. Fuente: DANE, Banco de la República y Economic and Labor Market Information Bureau.

Por último, tuvimos elecciones municipales en 2007. Las nuevas autoridades tardan algún tiempo en apropiarse de las riendas que dejan sus predecesores, de manera que la inversión en obras públicas cayó fuertemente en 2008. La gráfica 4 muestra cuál fue la caída y por qué creemos que esto se reflejará en los datos de inversión pública de 2008 una vez que éstos se publiquen. Se comprueba que se trata de un factor muy especial cuando consideramos el hecho de que los datos de la inversión privada en 2008 muestran que este importante componente sigue creciendo a tasas de dos dígitos, tal como en los últimos cinco años, lo que ha llevado la tasa de inversión total a cerca de 28% del PIB.

**Gráfica 4. Crecimiento de las obras públicas e inversión pública real.**



Nota: 2008\* es la tasa de incremento de los tres primeros trimestres de 2008 comparados con el mismo período de 2007. Fuente: DANE.



Considerar lo anterior, que permite comprender mejor lo que ocurrió con el crecimiento en 2008, nos da bases adicionales para un cauteloso optimismo en 2009, incluso ante un ambiente internacional con tendencia a empeorar.

En primer lugar, los consumidores empezaron a componer sus balances con mucha anticipación a cualquier restricción al crédito que pueda darse en 2009. En segundo lugar, es de esperarse que con un crecimiento más lento y menores excesos de demanda, la inflación en Colombia retorne a nuestra meta en el futuro cercano. Esto debería impulsar el crecimiento del ingreso real y establecer una base para que crezca el consumo. La inversión pública se puede recuperar a lo largo de 2009, generando una fuerza contracíclica contra el ciclo mundial de desaceleración. Si bien el crecimiento de nuestro crédito interno ha disminuido significativamente, continúa expandiéndose a tasas superiores a las del crecimiento del PIB nominal, especialmente en lo que respecta al crédito que recibe el sector corporativo y, en particular, las firmas constructoras.

También debería ayudar que la Junta Directiva del Banco de la República haya estado en capacidad de aflojar la política monetaria, en una medida importante, desde mediados del año pasado. Permitimos una devaluación del peso por encima de 10% en 2008. En octubre, redujimos los requisitos de encaje que enfrenta nuestro sector bancario y eliminamos algunos controles a los flujos de ingreso de capital. En nuestra reunión de diciembre bajamos la tasa de interés 50 puntos básicos. En todo caso, es importante para la protección del crecimiento en 2009 que, entre 2006 y comienzos de 2008, eleváramos las tasas de interés y que hubiéramos hecho restrictiva la política monetaria por medio de otras medidas. Lo que permitirá mantener un crecimiento sostenible ante los choques externos es más la naturaleza contracíclica de la política que el hacerla excesivamente holgada en el momento actual.

En resumen, sin duda 2009 será un año de bajo crecimiento en nuestra economía. Podemos esperar que el crecimiento caiga a un nivel entre 1,5% y 3%. Esto es inevitable, dada la magnitud de la desaceleración mundial. Pero considero que estamos en una situación relativamente favorable y no esperamos que el crecimiento caiga demasiado ni que la desaceleración sea muy duradera.

### **Inflación en 2008 y 2009**

Uno de los riesgos más importantes en este escenario relativamente favorable es el de una mayor inflación, de manera que quisiera decir algunas palabras sobre lo que está ocurriendo con ésta.

En los dos últimos años la inflación colombiana se elevó, inicialmente por la fuerte demanda y después como consecuencia de los choques de precios de los alimentos y la energía. La inflación terminó en una tasa de 7,7% en 2008; parte importante de este aumento se debe a los choques del lado de la oferta en los sectores mencionados, de manera que no podemos intentar que llegue inmediatamente a niveles más bajos. Por esta razón anunciamos una meta en el rango de 4,5 a 5,5% para el 2009, lo mismo que un rango de 3,5% a 4,5% para 2010. Se trata de una fuerte señal de que no permitiremos que la inflación se establezca en el nivel relativamente alto en el que está actualmente.

Podemos empezar con los bienes de consumo transables. El alza en este componente de la tasa de inflación en los últimos dos años se dio a pesar de cuatro años consecutivos de fuerte apreciación de la moneda. Esto muestra cuánto se elevaron los precios internacionales de estos bienes, lo mismo que los márgenes de los importadores. Es de esperarse que estas fuerzas ahora retrocedan. Los precios internacionales de estos bienes han caído marcadamente desde mediados de 2008. La demanda interna se ha desacelerado, lo que debería reducir los márgenes de los importadores. Si bien nuestra tasa de cambio se depreció en la segunda parte de 2008, podemos esperar que permanezca relativamente estable en 2009, haciendo más probable la perspectiva de una baja inflación de los bienes transables; en particular, esperamos que los precios de la gasolina en Colombia sean estables durante 2009. Por lo tanto, confiamos en que la inflación de precios importados caiga pronto.

La inflación de los bienes no transables también ha crecido en los últimos años debido a una fuerte demanda interna. Consistentemente es de esperarse que la inflación de no transables caiga con la baja de la demanda doméstica en 2009.

Con todo, para que se materialice la proyección favorable que planteamos aquí se requieren unas condiciones importantes.

En primer lugar, las expectativas inflacionarias deben mantenerse ancladas. La indexación debe tomar en cuenta unas condiciones futuras más holgadas y no tratar de presionar ajustes pasados en precios relativos. De forma similar, alguna devaluación no debería desencadenar nuevos brotes de inflación interna. Un alza considerable en las expectativas de inflación crearía muchos problemas para nuestra economía en el actual momento.

Así mismo, para que los precios internos incorporen las caídas de los precios internacionales es crucial que el comercio internacional permanezca abierto y que se promueva la producción nacional sin recurrir al proteccionismo.

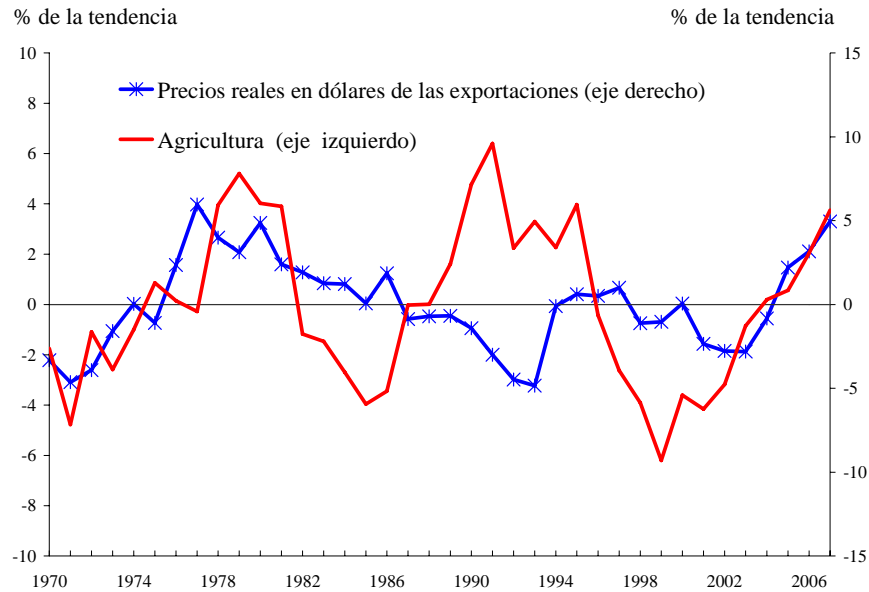
Entre las razones por las cuales ha sido tan lenta la caída de la inflación han estado los continuos incrementos en los precios relativos de los bienes y servicios protegidos de la competencia o regulados. Por ejemplo, los precios de los servicios públicos al consumidor crecieron 13,5% entre diciembre de 2007 y diciembre de 2008. Por lo tanto, es especialmente importante que, en adelante, los incrementos de los servicios públicos se moderen.

En conclusión, el Banco de la República está muy comprometido con que la inflación vuelva a las tasas bajas que se aprecian en nuestras metas. Sujetos a esto, continuaremos adoptando una postura de política contracíclica. Hay buenas razones para proyectar que la inflación caiga en 2009, pero es muy importante que el proceso no se interrumpa; de lo contrario, se limitará el alcance de la política contracíclica.

París, enero 26 de 2009.

## Anexo

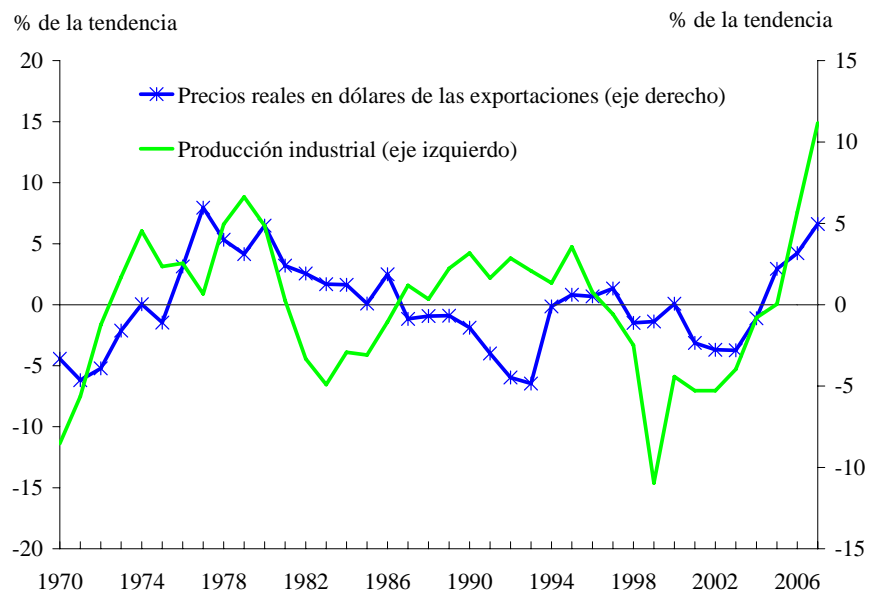
**Gráfica A.1 Producción agrícola y precios reales en dólares de las exportaciones (desviaciones de la tendencia).**



Fuente: DANE y Banco de la República, y Mahadeva, L. y Gómez, J. (2009). “*The exogenous variables that affect Colombian monetary policy*”, Banco de la República

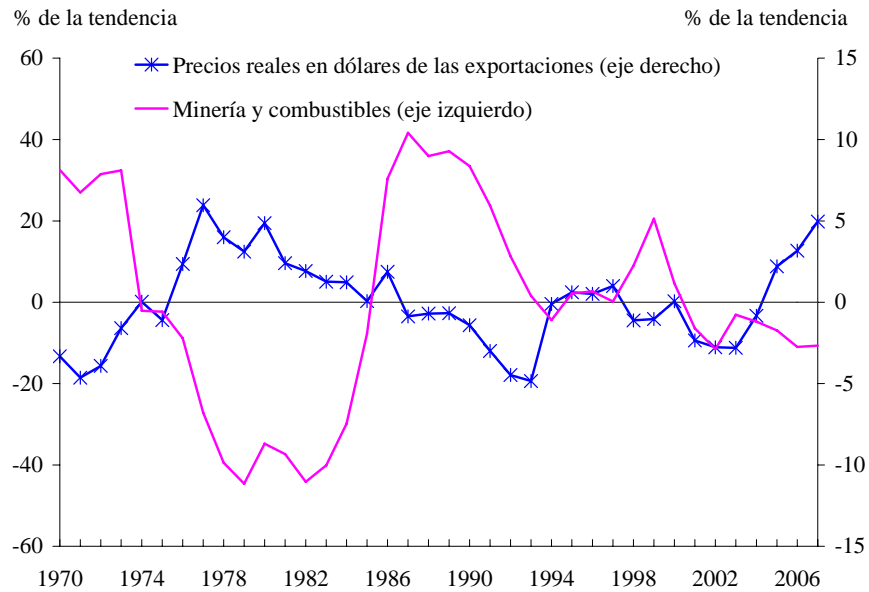
Nota: Los precios reales en dólares de las exportaciones se deflactan con el IPC de EE UU antes de eliminar la tendencia.

**Gráfica A.2 Producción industrial y precios reales en dólares de las exportaciones (desviaciones de la tendencia).**



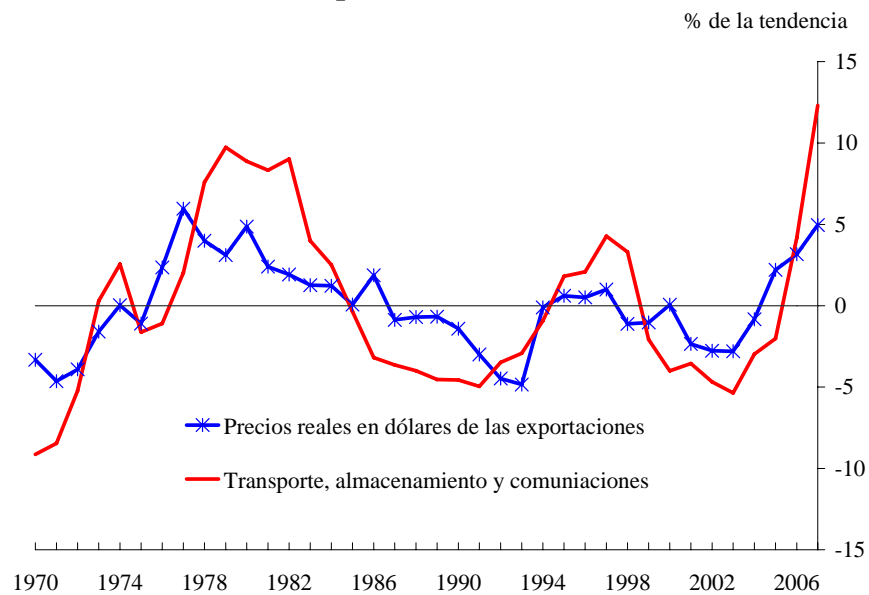
Fuente: Véase la Gráfica A.1.

**Gráfica A.3 Producción minera y de combustibles y precios reales en dólares de las exportaciones (desviaciones de la tendencia).**



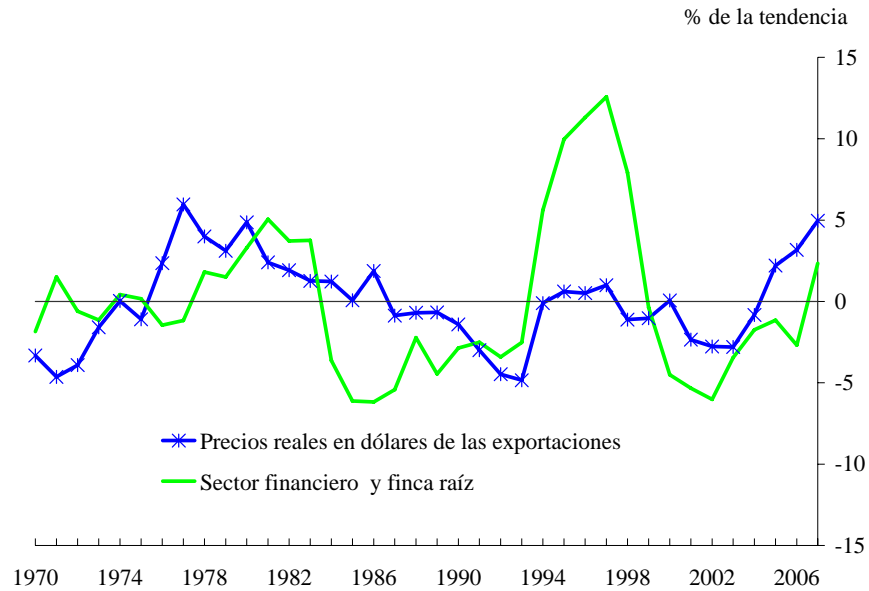
Fuente: Véase la Gráfica A1.

**Gráfica A.4 Producción del sector de transporte, almacenamiento y comunicaciones y precios reales en dólares de las exportaciones (desviaciones de la tendencia).**



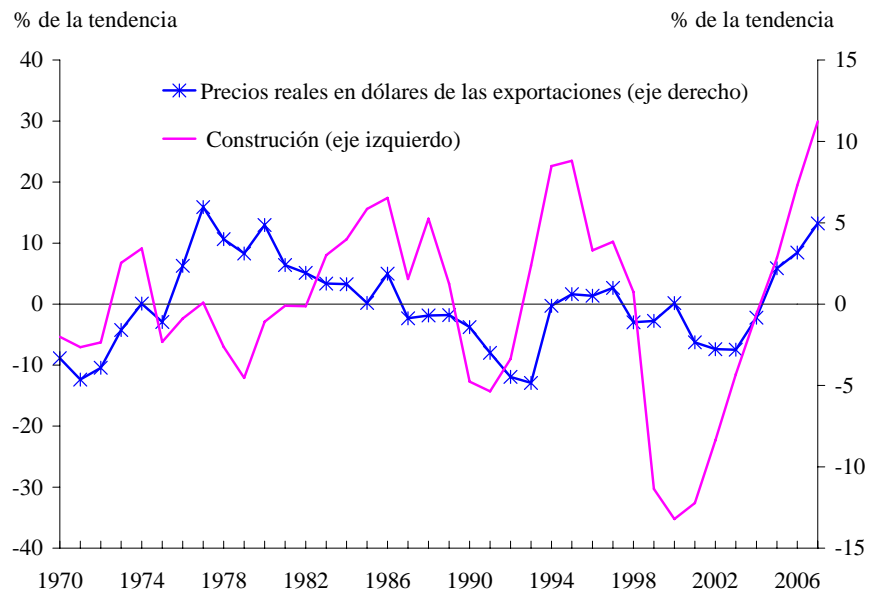
Fuente: Véase la Gráfica A1.

**Gráfica A.5 Producción del sector financiero y de finca raíz y precios reales en dólares de las exportaciones (desviaciones de la tendencia).**



Fuente: Véase la Gráfica A1.

**Gráfica A.6 Producción del sector de la construcción y precios reales en dólares de las exportaciones (desviaciones de la tendencia).**



Fuente: Véase la gráfica A1.