



# VERSIÓN PÚBLICA

Documentos de trabajo de  
la **Junta Directiva**  
del Banco de la República

**Informe de política monetaria**



**BANCO DE LA REPÚBLICA  
SUBGERENCIA DE ESTUDIOS ECONÓMICOS**

**DOCUMENTO**

**INFORME TRIMESTRAL DE POLÍTICA MONETARIA**

## **I. Contexto externo, exportaciones e importaciones**

En diciembre y los primeros días de enero continuó la caída que los precios internacionales del petróleo han venido experimentando desde julio de 2014. Lo anterior es consecuencia, en gran parte, de que se mantienen las perspectivas de debilidad de la economía mundial y de que persiste un exceso en la oferta global de este bien. Adicionalmente, los principales países productores han señalado que no disminuirían su oferta.

1. Los precios internacionales de otros bienes básicos también se han reducido en las últimas semanas, principalmente como resultado de las menores perspectivas de crecimiento de la economía mundial y de la caída en los costos de la energía. En este contexto, las cotizaciones de los principales bienes básicos de exportación y de algunas materias primas agrícolas importadas por Colombia han disminuido.
2. Las cifras de actividad real en los Estados Unidos a diciembre señalan que la economía mantuvo un comportamiento favorable durante el cuarto trimestre. Adicionalmente, algunos indicadores, como los de confianza de los hogares y de los empresarios, siguen mejorando y sugieren que el dinamismo podría continuar durante la primera parte de 2015.
3. Los registros de diciembre muestran que el mercado laboral estadounidense continuó recuperándose. Lo anterior se observa en que la creación de empleo fue mayor que la esperada: la tasa de desempleo se redujo a 5,6% y siguen las mejoras de los indicadores alternativos que monitorea la Reserva Federal, tales como la tasa de subempleo y el desempleo de largo plazo.
4. La inflación anual a diciembre en los Estados Unidos se redujo en 50 puntos base (pb) con respecto al mes anterior y se ubicó en 0,8%. Esta disminución se explica, principalmente, por la fuerte caída en el precio de los combustibles. La inflación, excluyendo energía y alimentos, se redujo ligeramente y se ubicó en 1,6%. Pese a lo anterior, el comunicado de prensa del Comité Federal de Operaciones de Mercado Abierto (FOMC) sigue sugiriendo que el primer incremento de su tasa de referencia ocurriría a principios del segundo semestre de 2015, y se implementaría de forma gradual.
5. Respecto a la zona del euro, los indicadores de actividad real y de confianza muestran que la economía creció a un ritmo muy débil durante el cuarto trimestre y sugieren un panorama poco favorable para 2015. Adicionalmente, los resultados de

las elecciones en Grecia han incrementado la incertidumbre en los mercados financieros de la región. La zona del euro entró en deflación en diciembre, puesto que la inflación anual se ubicó en -0,2% como consecuencia de la caída de los precios de los combustibles y de la debilidad económica. En este contexto, el Banco Central Europeo (BCE) aumentó su programa de compras de títulos financieros en 50 mil millones (mm) de euros mensuales (para un total de 60 mm de euros mensuales) e incluyó bonos soberanos dentro de los activos elegibles. Este programa se extenderá, por lo menos, hasta septiembre de 2016.

6. En cuanto a las emergentes, en China las cifras del PIB del cuarto trimestre muestran que la economía se desaceleró, con lo se expandió 7,4% en todo el año. En América Latina los índices de actividad real de noviembre de Brasil, Chile, México y Perú muestran que el crecimiento de estos países continuó siendo bajo.
7. La inflación en las economías emergentes siguió mostrando un panorama heterogéneo. En la mayoría de países asiáticos, especialmente en China, se ha observado una reducción en los últimos meses. En contraste, en América Latina se mantiene una tendencia creciente que, sin embargo, se ha moderado.
8. Los índices de volatilidad de los mercados financieros se incrementaron durante el último mes como resultado de los fuertes movimientos en los mercados de bienes básicos, por la incertidumbre sobre las acciones que tomaría el BCE y debido a la situación política en Grecia. En este contexto, las tasas de los bonos de largo plazo de los Estados Unidos y de la zona del euro (exceptuando a Grecia) se siguieron reduciendo en las últimas semanas, mientras que el dólar se apreció frente a las principales monedas del mundo.
9. En cuanto a los mercados financieros de América Latina, las primas de riesgo se mantuvieron en niveles elevados, mientras que las monedas mostraron un comportamiento heterogéneo. Por una parte, las monedas de Brasil, Colombia y México se mantuvieron relativamente estables tras la fuerte depreciación que exhibieron en el segundo semestre de 2014; mientras que el peso chileno y el nuevo sol peruano se debilitaron en las últimas semanas. En promedio, el peso colombiano se depreció 7% anual en 2014.

#### **a. Exportaciones e importaciones**

10. En noviembre las exportaciones totales en dólares cayeron 22,6% anual, tanto por menores precios como por menores cantidades despachadas. A esta caída contribuyeron de manera conjunta las disminuciones en las exportaciones de los principales bienes de origen minero (-32,4%) y del grupo de resto de exportaciones

(-2,8%); mientras que las de principales bienes de origen agrícola crecieron 19,7%, en buena parte por el aumento registrado en café (55,2%). Los bienes que más contribuyeron a la caída en el grupo de productos mineros fueron crudo (-27,9%) y sus derivados (-62,1%).

11. Las menores ventas externas en el grupo de resto de exportaciones se explican, en mayor medida, por la caída en vehículos (-45,4%), carne (-77,8%) y productos químicos (-4%). Por destino, las mayores disminuciones de este grupo fueron hacia Brasil (-41,9%) y México (-33,8%).
12. En el acumulado del año hasta noviembre las exportaciones totales registraron una caída de 4,7% frente al mismo periodo de 2013, pues la disminución en precios no alcanzó a ser compensada por el aumento en las cantidades exportadas. Dicha caída se explica por las menores ventas externas de bienes de origen minero (-6,8%) y del grupo de resto de exportaciones (-4,9%). Dentro de los primeros se destacan los menores valores en refinados (-32,2%) y crudo (-3%), y dentro de los segundos, los de vehículos (-38,4%), resto de agrícolas (-38,6%) y carne (-65,5%). En contraste, las exportaciones de bienes de origen agrícola registraron un crecimiento de 18,3% en lo corrido del año, siendo el café el de mayor contribución, con una variación de 31,6% anual.
13. En octubre el valor en dólares de las importaciones totales CIF aumentaron 9,3% anual, con incrementos en bienes de capital (18,1%), bienes intermedios (5,9%) y bienes de consumo (3,7%). Dentro de los bienes de capital hubo crecimientos en los principales rubros, destacándose los de equipo de transporte (63,9%) y bienes de capital para la industria (1,7%). Del lado de las importaciones de bienes intermedios, se registraron aumentos en las compras de materias primas para la industria (5,1%) y combustibles y lubricantes (11,6%); al tiempo que en bienes de consumo hubo crecimientos tanto en no duraderos (5,8%) como en duraderos (1,8%).
14. En lo corrido del año a octubre las importaciones totales CIF registraron un crecimiento de 7,6% anual gracias a los aumentos en materias primas (9,4%), bienes de consumo (8,4%) y bienes de capital (4,9%). Las primeras se incrementaron principalmente por los crecimientos en combustibles y lubricantes (20,3%) y materias primas para la industria (6,5%). En el rubro de bienes de capital el mayor aumento se registró en aquellos destinados a la industria (6%), seguido por el de equipo de transporte (4,4%). Por último, en bienes de consumo la mayor variación es la de bienes durables, con un crecimiento de 11,1%.

15. Por otra parte, durante el mes de noviembre, las importaciones totales en dólares registraron un crecimiento de 6,4%, impulsadas por los aumentos en bienes de capital (17,1%) y bienes de consumo (9,8%). Por su parte las importaciones de materias primas y productos intermedios cayeron 3,9%.
16. En el acumulado de enero a noviembre las importaciones totales CIF aumentaron 7,5% gracias a los aumentos en materias primas (8,2%), bienes de capital (6%) y bienes de consumo (8,5%).

## **II. Proyecciones de variables externas**

### **b. Escenarios de crecimiento externo**

#### **Escenario central o más probable (Cuadro 1)**

17. En el caso de los Estados Unidos, los fundamentales de la demanda interna permanecerían en condiciones favorables, por lo que el consumo y la inversión serían los principales motores de crecimiento de la actividad económica en 2015. Adicionalmente, la caída del precio del petróleo favorecería el mejor comportamiento del gasto de los hogares. La apreciación del dólar y la debilidad de la demanda global sugieren que las exportaciones aportarían muy poco al crecimiento. Las discusiones concernientes al techo de la deuda, programadas para marzo de 2015, no tendrían un efecto significativo sobre la confianza de los agentes.
18. Las cifras de creación de empleo serían consistentes con el dinamismo que se espera de la economía, por lo que el mercado laboral continuaría con su recuperación. De esta forma, se seguirían eliminando los excesos de capacidad existentes y comenzarían a aparecer algunas presiones al alza sobre los salarios. Sin embargo, los menores precios de los bienes básicos y la apreciación del dólar mantendrían la inflación baja.
19. En este contexto, se espera que la Reserva Federal incremente por primera vez su tasa de referencia en el segundo semestre de 2015 y continúe con alzas graduales durante lo restante del año.
20. En la zona del euro el crecimiento de la economía para 2015 sería débil, a pesar del efecto positivo que la caída en el precio del petróleo pueda tener sobre el consumo de los hogares; sin embargo, el comportamiento por países sería heterogéneo. Por una parte, las reformas adoptadas en algunos países de la periferia (como España, Irlanda y Portugal) permitirían que estas economías continúen con su recuperación.

21. Por la otra, Alemania seguiría expandiéndose a tasas modestas, mientras que Francia e Italia continuarían estancadas por los problemas estructurales que aún enfrentan.
22. La depreciación del euro daría un impulso a las exportaciones que, sin embargo, continuarían afectadas por el debilitamiento de la demanda por parte de las economías emergentes, especialmente las exportadoras de bienes básicos.
23. La situación política de Grecia seguiría siendo una fuente importante de incertidumbre para Europa. No obstante, no se contempla una salida de este país de la zona del euro.
24. En el caso de China, el crecimiento para 2015 se seguiría desacelerando, como consecuencia de que continuaría la liberalización gradual de los mercados financieros y el rebalanceo de la economía hacia una impulsada por el consumo privado. En este contexto, se espera que el crédito y la inversión en activos fijos sigan reduciendo paulatinamente el dinamismo de años anteriores. De esta forma, se corregirían parte de los desbalances macroeconómicos que se han formado en esta economía.
25. En América Latina se espera un comportamiento heterogéneo entre países. Por un lado, Perú y Chile exhibirían alguna recuperación, como consecuencia del menor precio del petróleo y del estímulo por parte del sector público y de la política monetaria. De forma similar, México se vería favorecido por la mayor dinámica de la economía estadounidense, y eso contrarrestaría el impacto negativo de la caída del precio del petróleo. En contraste, la recuperación de la economía de Brasil sería muy débil ante la consolidación fiscal que se daría en este país y los bajos niveles de confianza de empresarios y consumidores. Entretanto, Venezuela se seguiría contrayendo por culpa de sus problemas estructurales, los cuales se han intensificado con los bajos precios internacionales del petróleo.
26. Respecto al crudo, los países miembros de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) no reducirían su oferta, buscando mantener su participación en el mercado. En este contexto, los precios se mantendrían en los niveles actuales o caerían aún más en la primera parte del año, forzando así a que se reduzca la producción de los yacimientos no convencionales, con costos marginales más elevados hacia el segundo semestre de 2015. De esta forma, se observaría un incremento de sus precios en el segundo semestre, aunque muy por debajo de los niveles que se presentaron en años anteriores.

### **Riesgos a la baja al escenario central (escenario bajo) (Cuadro 1)**

27. La producción no convencional de petróleo en América del Norte tendría costos menores que los estimados, por lo que no se observaría una reducción de la oferta en la segunda parte del año y los precios no aumentarían e incluso se reducirían aún más.
28. Las economías de América Latina exportadoras de bienes básicos podrían sufrir un mayor deterioro de su actividad económica por las caídas en los términos de intercambio.
29. Los mercados financieros podría presentar un aumento en la volatilidad por los efectos que pueda tener el continuo deterioro de la economía rusa.
30. La incertidumbre sobre la sostenibilidad fiscal de Grecia aumentaría, lo cual redundaría en un incremento importante de sus costos de financiamiento y en un contagio a otras economías de la región. Se considera una posible salida de Grecia de la zona del euro.
31. Se registraría una caída más fuerte del crecimiento en China, por problemas asociados con su estabilidad financiera.
32. Las medidas del BCE serían insuficientes para estimular la economía. La zona del euro podría entrar en una espiral deflacionaria, con consecuencias significativas para su crecimiento. Japón también podría enfrentar este mismo fenómeno.
33. Se presentaría un error de la política monetaria en los Estados Unidos, con potenciales efectos adversos sobre los mercados financieros y la confianza mundial.

### **Riesgos al alza al escenario central (escenario alto) (Cuadro 1)**

34. La caída de los precios del petróleo tendría un efecto positivo mayor que el esperado sobre el crecimiento de la economía mundial.
35. Las medidas del BCE serían más efectivas que lo esperado, lo cual daría un impulso mayor al mercado de crédito y a la demanda interna.
36. El gobierno y el banco central de China adoptarían planes de gran envergadura para estimular la expansión de la actividad real, lo cual mantendría altas las tasas de crecimiento del crédito, de la inversión y de la construcción residencial.



**Cuadro 1****Pronósticos de crecimiento económico para los principales socios comerciales de Colombia**

País o región	2014			2015		
	Bajo	Central	Alto	Bajo	Central	Alto
<b>EEUU</b>	2,3	2,4	2,5	2,4	3,0	3,6
<b>Zona</b>	0,7	0,8	0,9	0,2	0,9	1,6
<b>Euro</b>						
<b>China</b>	7,2	7,3	7,4	6,4	7,0	7,5
<b>Brasil</b>	-0,1	0,1	0,2	0,0	0,7	1,2
<b>Ecuador</b>	3,4	3,8	4,2	2,0	3,0	4,0
<b>Venezuela</b>	-5,0	-4,0	-3,0	-6,0	-4,0	-2,0
<b>Asia</b>						
<b>Perú</b>	2,6	2,8	3,0	3,0	4,7	5,5
<b>México</b>	2,0	2,2	2,4	2,3	3,3	4,0
<b>Chile</b>	1,5	1,7	1,9	2,5	3,0	3,5

**c. Proyección de la balanza de pagos**

37. Al tercer trimestre de 2014 el déficit en la cuenta corriente acumuló una ampliación a 4,6% del PIB (con respecto a 3,3% del PIB observado a septiembre de 2013). Esto, además de la evolución del comercio internacional en la última parte del año, soporta la proyección de la balanza de pagos para 2014, la cual estima un déficit en la cuenta corriente entre 4,8% y 5,2% del PIB, con 5,0% como escenario central. Lo anterior refleja el deterioro en el balance externo del país, resultado principalmente de la fuerte caída en el precio del petróleo, de los choques de oferta registrados para el carbón y los productos refinados del petróleo durante el año y del dinamismo de las importaciones.
38. Consistente con dicha ampliación en el déficit corriente, los flujos de capital para 2014 se estiman significativamente superiores a los registrados un año atrás. Esto, asociado en especial con los mayores flujos de inversión de portafolio que durante el año se registraron tanto en el mercado local de deuda pública (gracias al

rebalanceo de los índices de *JP Morgan*) como en la colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público. Por su parte, para 2014 se estima una menor inversión extranjera directa, dada la desaceleración de los flujos dirigidos a los sectores de petróleo y minería en los últimos meses del año. Sin embargo, las menores inversiones de colombianos en el exterior estimadas dan como resultado mayores recursos de inversión directa neta en el país. Lo anterior estaría parcialmente compensado por menores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos).

39. Para 2015 se espera una corrección del déficit en la cuenta corriente como porcentaje del PIB, el cual se ubicaría en torno al 4,7%. Dicho pronóstico incorpora el efecto que tiene la caída en el precio del petróleo en diferentes cuentas del balance externo: Se estima que el déficit en el comercio de bienes se ampliaría con una fuerte contracción de las exportaciones tradicionales, compensada parcialmente por la recuperación de las no tradicionales y la reducción de las importaciones; se proyecta una reducción en el déficit del comercio de servicios; y una disminución en los egresos netos por renta de factores, asociada con la menor remisión de utilidades del sector minero-energético.
40. El desempeño de las ventas externas estaría afectado por las menores previsiones de precios en el caso del petróleo (US\$50/bl Brent) y del carbón, compensado parcialmente con las mejores perspectivas para los productos de origen agrícola, y la recuperación de una parte de las exportaciones de derivados del petróleo con la entrada en operación de Reficar al final del año. Adicionalmente, se supone una ligera aceleración en el crecimiento de la demanda externa, explicada principalmente por los resultados esperados para la economía de los Estados Unidos, lo que, sumado a la depreciación esperada del peso colombiano, impulsaría las ventas externas de los productos no tradicionales. Cabe señalar que para los bienes básicos se estiman expansiones de los volúmenes exportados para todos los productos, consistentes con las proyecciones de crecimiento de su producción (3,2% petróleo; 5% carbón y ferroníquel, y 8,5% café).
41. De esta forma, en el escenario central las exportaciones de los principales productos caerían cerca de 32% (en dólares), mientras las totales se contraerían en 21%. Por su parte, las importaciones (en dólares) se contraerían frente a lo observado en 2014 (-17,9% anual), comportamiento asociado con una fuerte caída en las importaciones de bienes de capital para la industria minero-energética, una demanda interna menos dinámica y la reducción generalizada de los precios internacionales en los bienes importados, en especial de los bienes intermedios.

42. En cuanto al financiamiento del déficit, se espera que los flujos de capital sean menores a los proyectados para 2014, afectados por los menores recursos de IED y los menores flujos de inversión extranjera de portafolio, en un contexto de mejores condiciones para las economías desarrolladas y posibles avances en la normalización monetaria en los Estados Unidos.
43. Se proyecta una inversión extranjera directa neta inferior a la observada el año anterior, producto en especial de menores recursos de IED para los sectores de petróleo y minería así como una moderación de los flujos hacia otros sectores, resultado de la desaceleración estimada de la demanda interna. En particular se supone una caída de 25% en la inversión dirigida a petróleo.
44. Por su parte, se prevé un menor financiamiento neto por recursos de inversión de cartera comparado con el del año anterior, dado un menor flujo de capital extranjero hacia el mercado de deuda pública local y una menor colocación de bonos en los mercados internacionales por parte del sector público no financiero. Lo anterior estaría parcialmente compensado por mayores recursos provenientes de otra inversión (préstamos y depósitos).
45. Por último, se realizó un ejercicio de sensibilidad de la proyección central de la balanza de pagos para 2015 a los supuestos sobre las condiciones de financiamiento internacional y de crecimiento interno. En el escenario en que las condiciones de financiamiento internacional sigan siendo positivas, con un crecimiento de la economía de 4,0%, el déficit en la cuenta corriente sería de 5,5% del PIB. Un menor financiamiento internacional junto a un menor crecimiento de la economía (2,0%) resulta en un déficit de 3,3% del PIB.

### **III. Demanda interna, crecimiento y crédito**

46. La información disponible sugiere que durante el cuarto trimestre de 2014 la economía colombiana se habría expandido a un ritmo un poco por debajo que el registrado durante el tercero y menor al observado en promedio para la primera mitad del año. Lo anterior pese al dinamismo que muestra la demanda interna.
47. Según la publicación más reciente de la *Encuesta mensual de comercio al por menor* (EMCM) del Departamento Administrativo Nacional de Estadística (DANE), durante noviembre las ventas minoristas se expandieron 8,8% frente al mismo periodo de 2013. Lo anterior corresponde a un crecimiento del 11,0% anual para el bimestre octubre-noviembre, cifra mayor al 7,7% del tercer trimestre para este tipo de ventas. Al descontar las ventas de vehículos, el incremento del

indicador fue de 8,1% y 10,1% anual durante los mismos periodos, respectivamente.

48. La dinámica de las ventas de vehículos reportada en la misma encuesta apunta a un comportamiento del consumo durable en dicho trimestre superior al registrado durante el tercero. Las ventas minoristas de vehículos crecieron 12,0% anual durante noviembre, lo que significó una expansión de 15,2% anual para el bimestre octubre-noviembre. Lo anterior se confirma con las cifras de ventas de automotores, publicadas en conjunto por la ANDI, Fenalco y Econometría. Según estas últimas, las ventas de vehículos se incrementaron 17,0% durante el cuarto trimestre. Cabe señalar que en dicho periodo se organizó el Salón del Automóvil, evento bienal que permite prever un crecimiento anual importante de este componente del consumo privado durante el cuarto trimestre.
49. Por otro lado, los resultados de la *Encuesta mensual de expectativas económicas* (EMEE), del Banco de la República, también permiten pensar en un consumo de los hogares que se habría expandido a un buen ritmo durante el cuarto trimestre del año. El balance de expectativas de ventas continúa en niveles altos, en línea con lo observado en las cifras publicadas por el DANE.
50. Por su parte, en diciembre el índice de confianza de los consumidores publicado por Fedesarrollo mostró un leve retroceso intermensual. Sin embargo, el promedio de la serie para el cuarto trimestre del año fue mayor que el del tercero y que el de todo 2014.
51. Asimismo, el desempeño reciente de los indicadores del mercado laboral permite prever un buen comportamiento del gasto de las familias durante el cuarto trimestre. Para el trimestre móvil terminado en diciembre, la tasa de desempleo continuó cayendo anualmente en todos los dominios geográficos, excepto en las zonas rurales donde se observó un leve incremento. Los descensos en la tasa de desempleo para las 13 áreas se explican por incrementos del empleo, en particular del asalariado, que continúa creciendo anualmente a buen ritmo.
52. Afín con lo anterior, el crecimiento anual en términos nominales del crédito de consumo a los hogares se ubicó en 13,0% en promedio durante el cuarto trimestre, tasa mayor que la registrada en promedio para el tercero (11,8%).
53. Con respecto a la formación bruta de capital, el balance de expectativas de la EMEE sugiere que la inversión distinta de aquella realizada en construcción de edificaciones y de obras civiles se habría expandido a un ritmo similar al de los trimestres anteriores. Adicionalmente, el desempeño de las importaciones de bienes

de capital permite anticipar un incremento del gasto en equipo de transporte y en maquinaria y equipo a tasas de dos dígitos y similares a las registradas durante el tercer trimestre.

54. En materia de comercio exterior, las cifras de exportaciones para el bimestre octubre-noviembre sugieren que durante el cuarto trimestre se habría registrado un aumento menor al del tercero. El desempeño mediocre de las exportaciones industriales no permitiría que este rubro del PIB crezca a una tasa favorable, aunque cabe considerar la alta base de comparación que se observó un año atrás.
55. Las importaciones habrían mantenido un buen ritmo de crecimiento durante el cuarto trimestre, según se deriva de las cifras disponibles de registros comerciales del DANE y de la DIAN.
56. Por el lado de la oferta, los indicadores disponibles para la industria muestran un estancamiento del sector. La variación anual del IPI sin trilla de café para el mes de noviembre fue de -0,9%. El componente tendencial muestra una caída importante.
57. Adicionalmente, de acuerdo con Fedesarrollo, la confianza industrial disminuyó en diciembre y se situó por debajo de su promedio histórico. El componente tendencial del indicador de pedidos y el del indicador de existencias sugieren un deterioro de la actividad industrial. De la misma manera, las expectativas de la producción a tres meses disminuyeron significativamente y también se encuentran por debajo de su promedio histórico.
58. En el caso del comercio, en la encuesta de Fedesarrollo para diciembre los empresarios señalaron algún detrimento, tanto en su percepción de la situación actual del negocio como de la futura.
59. Algunas cifras asociadas con la minería, en particular para el petróleo, aunque mejoraron frente al trimestre anterior, continuaron mostrando un crecimiento débil durante el cuarto trimestre de 2014. De acuerdo con la Agencia Nacional de Hidrocarburos (ANH), la producción de petróleo en diciembre se ubicó en un millón siete mil barriles diarios. Durante el cuarto trimestre se produjo un millón tres mil barriles diarios en promedio, con lo cual se registró un crecimiento de 0,2%, cuando un trimestre atrás se había contraído 3,1%.
60. En cuanto a la agricultura, con información a noviembre el sacrificio de ganado mostró una contracción de 6,9%, que se explica por la continuidad del ciclo de retención ganadera. Por su parte, aunque la producción de café con información a diciembre se situó por encima del millón de sacos de 60 kg (1.086.000), esto

implicó una contracción de 2,6% y una desaceleración importante en términos trimestrales, al expandirse anualmente 1,2%, luego de haberlo hecho alrededor de 21% un trimestre atrás.

61. Así, por el lado de la oferta, los sectores más dinámicos serían la construcción (tanto de edificaciones como de obras civiles) y el comercio, este último gracias al dinamismo mostrado por las ventas al por menor. Aunque el sector minero registraría una mejoría frente hace tres meses, su tasa de expansión sería levemente positiva. En el caso del PIB industrial se espera un crecimiento nulo o levemente positivo.