

TENDENCIA ECONÓMICA

Informe Mensual de FEDESARROLLO

107

Marzo de 2011



Editorial: A pesar del repunte de la actividad económica, persisten importantes restricciones al crecimiento

Actualidad: Grado de inversión: no podemos dormirnos en los laureles

Indicadores económicos

FEDESARROLLO

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

DIRECTOR EJECUTIVO

Roberto Steiner

TENDENCIA ECONÓMICA

Editor

Roberto Steiner

INVESTIGADORES

David Forero

Julian Alberto Moreno

María Alejandra Peláez

DISEÑO Y DIAGRAMACIÓN

Consuelo Lozano | Formas Finales Ltda | formas.finales@gmail.com

IMPRESIÓN

La Imprenta Editores S.A.

Calle 77 No. 27A-39

laimprenta@etb.net.co

Bogotá, D.C.

Impresa y hecha en Colombia

Printed and made in Colombia

A pesar del repunte de la actividad económica, persisten importantes restricciones al crecimiento

Las cifras recientemente reveladas por el DANE en relación con el desempeño de la actividad económica durante 2010 dan muestra de un comportamiento satisfactorio en el último trimestre, con una expansión anual de 4,6%, con lo cual la economía creció 4,3% en el año completo. El resultado de la actividad económica en 2010 resultó superior a nuestro pronóstico de 4%, el cual era congruente con una desaceleración en el penúltimo trimestre 2010 y con los posibles efectos del fenómeno invernal que enfrentó el país en los dos últimos meses del año, que hacían prever que el último trimestre sería menos dinámico que los precedentes. El resultado del cuarto trimestre fue liderado por la actividad comercial, que registró una expansión de 7,6% en este período¹, y por la explotación de minas y canteras con un crecimiento favorable de 7%. También se observó un notorio repunte de la construcción, cuyo PIB aumentó 6,7% y contrasta con la contracción de 7,1% registrada en el tercer trimestre. A pesar de la fuerte ola invernal, el sector agropecuario reaccionó positivamente durante el cuarto trimestre, en virtud a la importante dinámica del sector cafetero que creció 43,6% en este período. El resto del sector agrícola se contrajo 1,1% en el período en cuestión.

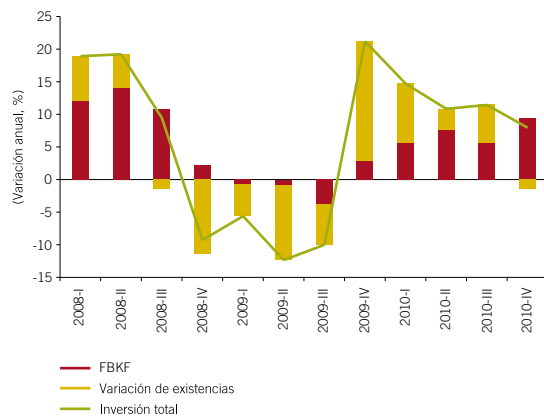
Para el año completo, el crecimiento de 2010 fue liderado por el sector minero, con un crecimiento de 11,1%, similar al observado en 2009 (11,4%). El comercio mostró un significativo repunte, expandiéndose 6% tras un decrecimiento de 0,3% en 2009. También fue notoria la recuperación de la industria, que luego de contraerse 3,9% en 2009, observó una expansión de 4,9% durante 2010. Por el lado de la demanda, los motores del crecimiento en 2010 fueron el consumo privado y la inversión, con expansiones de 4,3% y 11% respectivamente. El comportamiento de la inversión en la primera mitad del año fue liderado por la acumulación de existencias, fenómeno que mermó en el segundo semestre del año toda vez que la recomposición de existencias, típica de los inicios de

¹ Esta tasa de crecimiento anual corresponde a la expansión registrada entre el cuarto trimestre de 2009 y el cuarto trimestre de 2010.



todo proceso de recuperación económica, tiene un carácter temporal. Durante la segunda parte del año la inversión fue jalonada por la formación bruta de capital fijo (Gráfico 1). El comportamiento de este componente se explica por la expansión de los rubros de equipo de transporte (20,2%), maquinaria y equipo (17,9%) y obras civiles (7,2%).

Gráfico 1
CONTRIBUCIÓN AL CRECIMIENTO DE LA INVERSIÓN



Fuente: DANE y Cálculos Fedesarrollo.

Fedesarrollo espera que la economía crezca 5% en 2011. Por el lado de la demanda anticipamos una consolidación del consumo privado en virtud a diversos factores. De una parte, el Índice de Confianza del Consumidor de Fedesarrollo, que actualmente se ubica en 21,1%, se ha recuperado 4,8 puntos porcentuales en lo corrido del año, después de 5 meses consecutivos de caída desde agosto del año pasado. De igual forma, el comportamiento expansionista de la política monetaria se ha traducido en una tasa anual de crecimiento de la cartera de créditos total

cercana a 15% durante los últimos 6 meses, y se espera que este comportamiento se mantenga durante 2011. Al mismo tiempo, estimamos un crecimiento de 8,2% en la inversión pública, en razón a las medidas anunciadas por el Gobierno para atender los efectos de la crisis invernal y un crecimiento del consumo público del orden de 4,5% explicado principalmente por ser el último año de gobierno de las administraciones del nivel sub-nacional. Se proyecta un balance externo menos contraccionista que el observado 2010, con una expansión de 8,6% en las exportaciones y un crecimiento de 9,5% en las importaciones. El comportamiento esperado de nuestro comercio externo se apoya en una aceptable recuperación de la economía mundial -que según el FMI crecerá 4,4% en 2011, 0,2 puntos porcentuales mayor de lo que se estimaba en octubre de 2010- y una volatilidad financiera mucho menor².

Por el lado de la oferta, hay expectativas de que este año la actividad minera continúe liderando el crecimiento, tal como lo hizo en el período 2008-2010, al exhibir un crecimiento promedio de 10,1%. Este desempeño esperado se sustenta en la adjudicación durante 2010 de 68 nuevos bloques de explotación y producción de hidrocarburos, en contraste con los 34 adjudicados en promedio entre 2004 y 2008. En particular, el Gobierno Nacional estima que la producción de petróleo aumente de 785.000 barriles diarios en 2010 a 950.000 en 2011³. En razón a los significativos recursos que se invertirán en infraestructura de transporte⁴, el sector de la construcción consolidará la fase de recuperación que inició durante el último trimestre del año pasado. De igual modo, el buen desempeño de la demanda de los hogares y un saludable

² El índice VIX, que mide volatilidad de las opciones puts y calls del índice S&P 500, ha retornado a niveles promedio similares a los prevacientes antes de la crisis.

³ Cifras del Proyecto de Ley de Reforma al Sistema de Regalías.

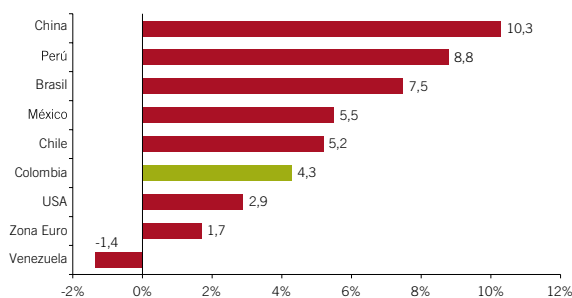
⁴ En los próximos 4 años el Gobierno Nacional planea invertir junto con el sector privado \$33 billones en infraestructura de transporte.

entorno macroeconómico harán que la industria y el comercio mantengan su dinamismo. Nuestras encuestas ratifican la buena dinámica de estos dos sectores: entre noviembre de 2010 y febrero de 2011 el Índice de Confianza Industrial aumentó 16 puntos porcentuales mientras que el Índice de Confianza Comercial lo hizo en 3,2 puntos porcentuales.

No obstante el favorable resultado de 2010, debe destacarse que en materia de crecimiento Colombia aún se ve lenta en el contexto internacional (Gráfico 2). Haber recuperado tasas de crecimiento ligeramente superiores a 4% no debe hacernos perder de vista que el país todavía enfrenta importantes barreras para alcanzar expansiones anuales de 6% o más, necesarias tanto para lograr descensos importantes en los niveles de pobreza como para converger a los niveles de ingreso per cápita de las economías más prósperas de la región.

Dentro de las diversas restricciones al crecimiento⁵, queremos resaltar dos. En primera instancia, la precaria

Gráfico 2
PRODUCTO INTERNO BRUTO
(Variación anual 2010)



Fuente: Bancos Centrales, Bureau of Economic Analysis e Institutos de Estadística.

infraestructura de transporte ha sido un problema persistente en el país, que se ha visto recrudescido con la ola invernal. El nuevo Gobierno ha reconocido que la arquitectura institucional del sector requiere de una importante cirugía y en Fedesarrollo esperamos que la misma incluya una profunda revisión al sistema de concesiones. Este último le ha dado importantes réditos a Chile y a México, mientras que en Colombia su desempeño ha dejado mucho que desear. Las renegociaciones de las concesiones son endémicas, el ritmo al que avanzan las obras es inaceptablemente lento y en ocasiones pareciera que el principal negocio de los concesionarios es construir obra pública más que administrar una concesión.

En segundo lugar, la economía colombiana sigue siendo una de las más cerradas de la región. Si bien son bienvenidos la firma y entrada en vigencia de distintos TLC's y las recientes modificaciones a la estructura arancelaria, la protección de algunos sectores, incluidos la agricultura y el automotriz, sigue actuando en detrimento de una economía que necesita ampliar su inserción en los mercados internacionales. El rezago exportador de Colombia respecto de otros países de la región se explica en gran medida en el pobre desempeño de las exportaciones agropecuarias. Así por ejemplo, mientras en 2008-2009 las exportaciones agrícolas de Brasil crecieron a una tasa anual promedio de 12% y las de Perú al 10,7%, las de Colombia escasamente se incrementaron 2%. No sobra recordar que en el caso de Brasil se trata de una economía que ha observado una apreciación de su tasa de cambio similar si no mayor a la registrada en nuestro país. Urge entonces que en nuestro país se adopte respecto del sector agrícola una política comercial similar a la que en noviembre pasado se propuso para diversos otros sectores.

⁵ Además de aspectos relacionados con el atraso en la infraestructura de transporte y la baja inserción comercial que destacaremos en esta nota, Fedesarrollo ha señalado y profundizado sobre los problemas estructurales del mercado laboral como otro importante obstáculo para el crecimiento económico de mediano plazo. En un horizonte más corto, debe mencionarse también que existen riesgos externos asociados a los ajustes fiscales que se adoptarán en Europa y Estados Unidos y que podrían tener un impacto sobre la recuperación de la economía mundial.

Grado de inversión: no podemos dormirnos en los laureles

Introducción

Las recientes noticias acerca del otorgamiento del grado de inversión (GI) al país han sido gratificantes. Casi doce años después de que la calificadora Standard & Poor's (S&P) retirara el GI a Colombia y a la deuda pública externa, en virtud a los desequilibrios macroeconómicos generados durante la crisis de finales de la década de los noventa, el pasado 16 de marzo la misma calificadora elevó la calificación soberana para Colombia al nivel mínimo (BBB-) dentro de la categoría de GI¹. Se espera que en los próximos meses las otras calificadoras importantes, Moody's y Fitch Ratings, también otorguen GI a Colombia. En este artículo de actualidad se explica la figura del GI, se resaltan las principales implicaciones que tiene este logro para Colombia y se plantean algunos retos que enfrenta el país en el sendero de continuar mejorando su calificación crediticia.

ii) ¿Qué es el GI y qué beneficios conlleva?

Las calificadoras de riesgo evalúan todo tipo de emisores y de títulos de deuda, entre ellos a los emisores soberanos y su respectiva deuda soberana. En particular, las

calificaciones de S&P van desde AAA a D, siendo la primera la mejor. De acuerdo con esa escala, hay dos subgrupos de emisores a saber, los que tienen una calificación igual ó mayor a BBB-, que son considerados GI y el resto que son considerados de grado especulativo. Los primeros poseen altos estándares en materia crediticia en razón a su estabilidad macroeconómica y política; los segundos son aquellos cuyos riesgos crediticios son considerables debido a una situación macroeconómica que puede incluir elevados déficits fiscales, altas tasas de inflación, bajo desempeño actual y esperado de la actividad económica y, en algunos casos, un historial crediticio de no pagos. El otorgamiento de GI no es una recomendación de inversión y mucho menos una garantía de cumplimiento por parte del emisor, sino más bien una guía de apoyo para los inversionistas en su evaluación del riesgo crediticio relativo de sus inversiones².

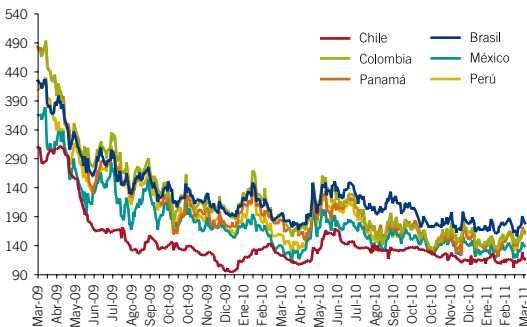
Los beneficios de ser un destino atractivo para la inversión ya se venían percibiendo en nuestro país dado que los inversionistas en gran medida habían descontado esta mejora en la calificación en virtud al buen desempeño de la economía colombiana. En todo caso, con el reciente anuncio de S&P se espera un aumento en los flujos de inversión el cual, entre otras, continuaría facilitando una reducción en el costo del endeudamiento público. De hecho, el *spread* de la deuda colombiana ha venido disminuyendo en línea

¹ Es importante recordar que la deuda pública *interna* de corto y largo plazo ha tenido siempre GI, con calificaciones de A2 y BBB+ respectivamente según S&P. La calificación que acaba de mejorar es la del Soberano, es decir la del Emisor Colombia. Esta mejora se extiende a los títulos de deuda externa en pesos pagaderos en dólares (Globales en pesos). Debe anotarse que la deuda externa en dólares y pagadera en dólares (Globales en dólares) había recuperado el GI desde 2006.

² En particular, las calificaciones de S&P son opiniones acerca de la probabilidad a futuro de que un emisor o ciertas obligaciones entren en *default*. Esto incluye la capacidad y la disposición a pagar la deuda, así como la calidad crediticia. Además, asocian las calificaciones más altas a la habilidad para "soportar" o "resistir" ambientes económicos de mayor *stress*.

con el de otros países con GI y se espera que las noticias recientes mantengan esta tendencia favorable (Gráfico 1)³. Más específicamente, el beneficio principal de obtener GI es la posibilidad de que muchos portafolios internacionales dirijan sus recursos al país, toda vez que algunos de ellos tienen restricción para invertir en países sin GI. A modo de ejemplo, los dos fondos de pensiones más grandes de Estados Unidos -California Public Employees' Retirement System (CalPERS) y California State Teachers' Retirement System (CalSTRS), con activos del orden de US\$247bn y US\$169bn respectivamente- tienen restricción para invertir en títulos valores sin GI⁴.

Gráfico 1
SPREAD DE LA DEUDA SOBERANA EN ALGUNOS
PAÍSES DE LATINOAMÉRICA - EMBI



Fuente: Bloomberg.

¿Por qué le fue devuelto el Grado de Inversión a Colombia?

La calificadora S&P ofreció tres razones fundamentales para devolver el GI a Colombia. La primera es la resistencia de la economía colombiana ante choques externos en virtud al buen manejo de la política monetaria y fiscal durante la reciente crisis mundial, lo que le permitió al país adoptar una política contra cíclica que condujo a una expansión de la economía de 1,5% durante 2009 mientras la economía mundial se contraía 0,52%⁵. La segunda razón consistió en las mejores perspectivas de crecimiento de la economía⁶ y la tercera estuvo relacionada con las reformas estructurales de carácter fiscal que están haciendo tránsito en el Congreso. S&P ha señalado que el paso por el Congreso de la regla fiscal “es una señal favorable en sí misma”, la cual le facilitará al Gobierno adelantar una política fiscal efectivamente contra cíclica, al tiempo que considera que la reforma a las regalías fortalecerá las finanzas de los gobiernos locales.

En pronunciamientos posteriores, S&P ha argumentado que Colombia además posee un sistema financiero sólido que mostró su fortaleza en la crisis reciente. La agencia calificadora también se refirió a la interesante recomposición que ha tenido la deuda pública: mientras en 2001 la deuda externa representaba 51,3% de la deuda total, en 2010 tan sólo equivalía al 29,2%, lo cual ha permitido

³ De hecho, la calificadora Moody's había cambiado el *Outlook* para Colombia de “estable” a “positivo” en septiembre de 2010, argumentando una mejora en las perspectivas de la consolidación fiscal estructural por la legislación propuesta que busca acelerar la reducción de la deuda y aumentar la responsabilidad fiscal, perspectivas favorables de mediano plazo para la producción de petróleo y la habilidad para maniobrar frente a la crisis internacional. Sumado a este pronunciamiento, a principios del mes de marzo, Moody's manifestó su optimismo en la aceleración del crecimiento colombiano, y señaló que podría haber una mejora en su calificación antes de julio.

⁴ Es necesario hacer la salvedad que algunos inversionistas institucionales exigen tener el GI en dos de tres calificadoras reconocidas como mínimo, de manera que la calificación reciente de S&P sería tan sólo el primer paso para atraer este tipo de inversionistas.

⁵ Crecimiento mundial según WEO, abril de 2011.

⁶ Según S&P, el país cuenta con buenas perspectivas de crecimiento económico en el mediano plazo principalmente en relación con los sectores petrolero, de gas y minero. Se espera que estos factores, junto con las reformas fiscales en proceso, permitan una reducción importante de la relación deuda pública a PIB.

reducir los riesgos cambiarios y crediticios. Por otra parte, la calificadora prevé una profundización del mercado de capitales y considera el MILA -la integración de la Bolsa de Valores de Colombia con las bolsas de valores de Lima y Santiago- como un paso importante en el propósito de tener mercados de capitales más profundos y competitivos. En relación con este aspecto, haber obtenido GI elimina un importante escollo en el proceso de integración de las bolsas pues algunos portafolios de inversión de Chile y Perú tienen restricciones para invertir en países sin GI, hecho que hasta el reciente anuncio de S&P reducía los recursos que se podrían invertir en Colombia.

Breve historia de la calificación crediticia en la región

La historia del GI en la región se remonta a principios de la década de los 90. Chile fue el primero en recibir el GI en 1992, si bien no emitió bonos en los mercados internacionales durante los 10 años siguientes. Los chilenos vieron en la calificación soberana el punto de referencia para que aumentase la inversión extranjera directa y el acceso del sector privado a los mercados internacionales de capitales.

En junio de 1993 la calificadora S&P otorgó el GI a Colombia; posteriormente Moody's hizo lo mismo en septiembre de 1995. Esta calificación fue el resultado de la estabilidad macroeconómica, las buenas perspectivas de crecimiento y las importantes reformas que se venían haciendo, dentro de las que se destacaban la independencia del Banco Central con mandato constitucional de controlar la inflación, la apertura económica, las reformas pensional y laboral y la liberalización del sector financiero. Lamentablemente, en 1999 se retiró el GI a Colombia en razón a los descalces macroeconómicos y a las precarias condiciones de seguridad persistentes en el país. A ese respecto se destacan el deterioro de la cuenta corriente- que en 1998 tuvo un déficit de 4,9% del PIB- en gran medida consecuencia del incremento en el déficit fiscal del Gobierno Nacional Central, el cual alcanzó 5,8% del

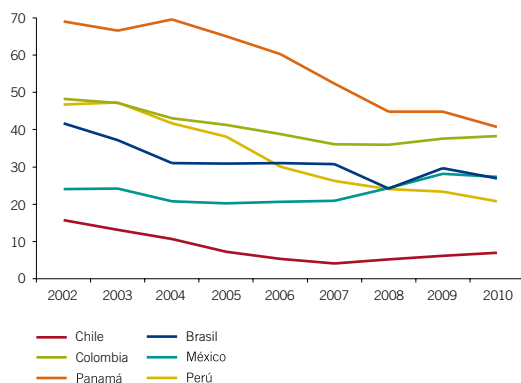
PIB en 1999. Valga recordar que en 1999 la economía colombiana se contrajo 4,2%, la mayor recesión desde que se cuenta con estadísticas confiables.

En el contexto latinoamericano, adicional a Chile y Colombia, únicamente cuatro países cuentan con GI, a saber México, Brasil, Perú y Panamá. México lo tiene desde febrero de 2002, aunque demoró más de siete años en alcanzarlo desde la última rebaja en calificación (de BB+ a BB) que S&P le hizo en febrero de 1995. El GI que recibió México en 2002 fue el resultado de factores como la baja inflación y las altas tasas de recaudo tributario que habían mejorado la situación fiscal. Es importante destacar que S&P rebajó la calificación de la deuda mexicana en un escalón en diciembre de 2009, de BBB+ a BBB, eso sí manteniendo el GI. Los casos de Brasil, Perú y Panamá son más recientes. Brasil adquirió el GI en abril de 2008 y las razones que esgrimieron las calificadoras -en particular S&P- para asignar la calificación de GI fueron la fuerte expansión económica, una deuda externa como porcentaje del PIB en declive, la madurez de sus instituciones económicas y políticas, así como una mayor profundización del mercado de capitales. Perú lo alcanzó en julio de 2008 debido a menores vulnerabilidades fiscales y externas, y el impulso que le estaba dando la demanda doméstica al crecimiento económico, además de unos fundamentales macroeconómicos cuya tendencia se esperaba estable en el mediano plazo. Vale la pena destacar, no obstante, que en aquella época S&P advirtió sobre el frágil sistema político de ese país a causa de divisiones entre grupos sociales, económicos y étnicos. Por otro lado, Panamá obtuvo GI por parte de Fitch Ratings en 2010. La agencia calificadora señaló en su momento tres razones principales: el saneamiento de las finanzas públicas, la introducción de reformas tributarias adecuadas y la resistencia de la economía a la crisis global. Cerca de tres meses después S&P se movió en el mismo sentido, evidenciando el fuerte crecimiento económico de Panamá, el impulso que daría la expansión del canal y una relación deuda pública/PIB en descenso en virtud a déficits fiscales

moderados. El Gráfico 2 muestra la tendencia decreciente de la deuda pública como porcentaje del PIB en los países de América Latina que poseen GI.

Las primeras calificaciones sobre el riesgo crediticio de los países de la región fueron otorgadas en 1992. El Cua-

Gráfico 2
DEUDA PÚBLICA GNC
(% del PIB)



Fuente: CEPAL.

dro 1 muestra tres aspectos interesantes en relación con este proceso en las seis principales economías de América Latina. En la segunda columna se señala la calificación originalmente asignada a cada país. Cabe mencionar que únicamente dos, Colombia y Chile, obtuvieron el GI en su primera calificación. La tercera columna revela la calificación actual donde Chile se destaca por tener la calificación más alta (A+); Brasil, Colombia, Panamá y Perú se encuentran en el nivel más bajo del grupo de países con GI (BBB-). La tercera columna indica el tiempo que se demoró el país en obtener el GI (desde su última rebaja en calificación); en el caso particular de Colombia se debe resaltar que fue el único país de la región que perdió el GI en la década de los 90 y tardó diez años y diez meses en recuperarlo⁷. Del Cuadro 1 se deduce el largo período que se debe recorrer para poder obtener o recobrar el GI.

Retos para Colombia

Aunque una buena calificación por parte de las agencias calificadoras no es un objetivo en sí mismo, pensamos

Cuadro 1

CALIFICACIONES DE RIESGO CREDITICIO EN AMÉRICA LATINA

País	Donde arrancaron en los 90's	Donde están hoy/ hace cuánto se encuentran ahí	Años para grado de inversión*
Argentina	BB- agosto 1993	B septiembre de 2010	N/A
Brasil	B noviembre 2004	BBB- abril de 2008	5 años y 10 meses desde B+
Chile	BBB+ diciembre 1993	A+ diciembre de 2007	-
Colombia	BBB- junio 1993	BBB- marzo de 2011	10 años y 10 meses desde BB
México	BB+ julio 1992	BBB diciembre de 2009	7 años desde BB
Panamá	BB+ enero 1997	BBB- mayo de 2010	8 años y 6 meses desde BB
Perú	BB diciembre 1997	BBB- julio de 2008	7 años y 8 meses desde BB-

*Desde el último *downgrade*.

Fuente: Bloomberg y calificaciones únicamente para la calificador S&P.

⁷ A Colombia le fue retirado el GI en septiembre de 1999 y en mayo de 2000 hubo otra rebaja de calificación por parte de S&P de BB+ a BB.

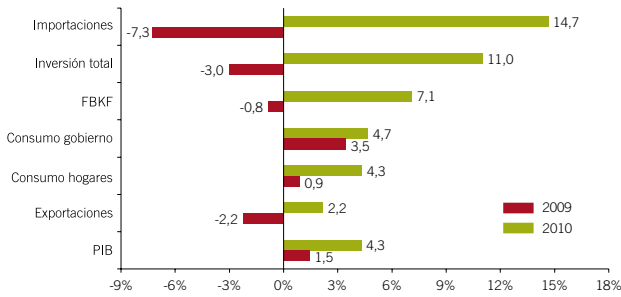
que resulta ser un buen propósito nacional en la medida en que su logro y mantenimiento solamente son factibles si el país sostiene políticas adecuadas en el frente económico -particularmente con inflación baja y estable, crecimiento dinámico, finanzas públicas saludables y sector financiero sólido-en un ambiente de estabilidad política y unos mínimos niveles de seguridad ciudadana. Consideramos necesario que el país continúe haciendo ingentes esfuerzos para avanzar en su calificación crediticia. No debemos conformarnos con mantener el nivel más bajo de calificación dentro de los países con GI sino que, por el contrario, el objetivo tiene que ser alcanzar los mejores niveles de calificación, tal y como lo ha hecho Chile⁸. De otra parte, poseer una elevada calificación crediticia es una herramienta que permitirá impulsar la actividad económica, en particular la inversión, y abaratará el costo de la deuda pública y con ello el peso que tiene el servicio de la misma en el Presupuesto

Nacional, permitiendo así redirigir recursos fiscales a otros frentes de mayor relevancia para la sociedad.

La recuperación del GI es un incentivo para continuar el camino hacia una mejor calificación, dado que el país ya conoce los costos de perder el GI y sabe bien del tiempo y los esfuerzos necesarios para recuperarlo. Para lograr calificaciones más altas es imperativo apoyar la batería de reformas que impulsa el Gobierno en la actual legislatura, cuyos propósitos loables consisten en garantizar equilibrios fiscales y un uso más eficiente, efectivo y progresivo de los recursos públicos. Además de avanzar en el frente reformista, es crucial no dar marcha atrás respecto de importantes logros ya consolidados, incluidos un banco central independiente concentrado en el control de la inflación, un régimen cambiario flexible y una sólida regulación y supervisión financiera.

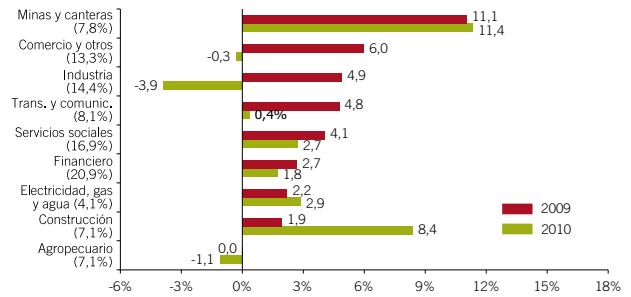
⁸ Chile pasó de tener calificación de BBB+ en 1993 a A+ en 2007, por parte de S&P.

**PIB DEMANDA
(VARIACIÓN ANUAL)**



Fuente: DANE.

**PIB OFERTA
(VARIACIÓN ANUAL)**



Nota: en paréntesis la participación del sector en el subtotal del valor agregado.

Fuente: DANE.

PRECIO DEL CAFÉ



Fuente: Valores Bancolombia.

PRECIO DEL ORO

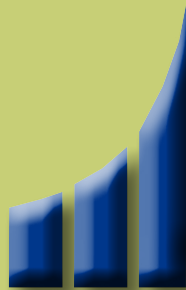


Fuente: Valores Bancolombia.

**PROYECCIONES PIB COLOMBIA
(CRECIMIENTO REAL ANUAL, %)**

Institución	Proyección PIB (%)	
	2011	2012
Fedesarrollo	5,0	5,7
Consensus (promedio)	4,6	4,9
Más alto	5,5	6,0
Más bajo	4,1	4,0

Fuente: *Latinamerican Consensus Forecast.*



FEDESARROLLO

Centro de Investigación Económica y Social