

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de
Alejandro Vera y Nelson Vera

ISSN 1794-2616

Enero 19 de 2015



No. 1250

DESAFÍOS DE LA POLÍTICA ECONÓMICA PARA 2015

El entorno global de 2014

El año 2014 no fue el del “rebote del crecimiento a nivel global” que todos esperábamos, pues datos preliminares indican que la economía global probablemente creció el mismo 3% que en 2013 (cifra ponderada por tamaño de las economías en dólares PPA). La recuperación del mundo desarrollado resultó *subpar*, pues solo aceleró su crecimiento del 1.3% hacia el 1.7%, mientras que el mundo emergente nos sorprendió al desacelerarse del 4.6% al 4.1%.

Estas cifras, además, enmascaran desempeños bastante dispares al interior de las regiones. Por ejemplo, Estados Unidos habría crecido un 2.5% en 2014 frente al 2.8% que se pronosticaba hace un año; la Zona Euro se habría expandido un pobre 0.9% frente a un rebote inicialmente pronosticado del 1.4%; los BRICs habrían bordeado el 5.5% vs. el 6% esperado; y, finalmente, América Latina apenas alcanzaría expansiones del 0.9% en 2014 (vs. 2.6% en 2013), donde la marcada reversión en los términos de intercambio afectó a toda la región, con la notoria excepción de Colombia, probablemente manteniendo cifras cercanas a su potencial del 4.5% tanto en 2013 como en 2014.

Dichas divergencias en el mundo desarrollado han implicado postu-

ras diferentes en el afinamiento de la política monetaria. Por ejemplo, el Banco Central de Japón (BoJ) y el Banco Central Europeo (BCE) tuvieron que reforzar sus inyecciones de liquidez para evitar mayor desaceleración económica y contener los riesgos de deflación; de hecho, las cifras más recientes indican una caída de precios en la Zona Euro del -0.2% al cierre de 2014. En cambio, el Fed de Estados Unidos pudo continuar con su cronograma de retiro gradual de dicha liquidez a lo largo del año (el llamado “*tapering*”). Así, el Fed culminó sus compras de activos-financieros en octubre de 2014, donde un considerando importante fueron las preocupaciones por burbujas de activos, más que los riesgos de inflación, ahora más contenidos por el desplome de los precios del petróleo. De esta manera, el Fed luce preparado para iniciar el ciclo de alzas moderadas en su tasa de interés hacia mediados de 2015, probablemente llevándola hacia niveles del 1.25% a finales de 2016 y hacia un 2.5% para finales de 2017.

El mundo emergente ha resultado particularmente golpeado en lo relativo a sus exportaciones de *commodities* durante 2014, producto de las reducciones en los precios de los metales (-36% durante 2010-2014) y del carbón (-51%). Desde mediados de 2014,

y seguramente a lo largo de 2015-2016, la sobreoferta petrolera ha generado una marcada reversión en los precios del petróleo (cayendo el Brent de niveles de US\$112/barril hacia US\$58/barril, -48% durante junio-diciembre de 2014, incluso llegando actualmente a valores de US\$50/barril). Esto implicará drásticos ajustes externos y fiscales, generando ambos menor crecimiento en América Latina, siendo los países más golpeados Venezuela, México y Colombia.

Implicaciones para Colombia

Dado este complicado entorno global, Colombia saldría relativamente bien librada si logra fraguar un crecimiento del 4.6% en 2014 como el que ha venido proyectando Anif (ver *Informe Semanal* No. 1239 de octubre de 2014). Si bien ese crecimiento supera el promedio de la región (0.9%), son notorias nuestras fragilidades externas a nivel de la balanza de pagos. Seguramente nuestro desbalance externo se deterioraría hacia niveles del -4.9% del PIB en 2014 (vs. el -3% del PIB de años anteriores), dados los consabidos lastres en materia petrolera (tanto en producción como por la mencionada dinámica de precios).

El tercer trimestre registró expansiones del 4.2% en el PIB

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de
Alejandro Vera y Nelson Vera

ISSN 1794-2616



Enero 19 de 2015

Pág. 2

real de Colombia, similar a la cifra esperada por el mercado, pero superior al pronóstico que venía manejando Anif (+3.6%) con información de tres meses atrás (ver ALI No. 97 de octubre de 2014). Como ya se conoce, la mayor sorpresa positiva en el crecimiento sectorial provino de la construcción (+7.4% esperado vs. +12.7% observado). Si bien el gran dinamismo de las obras civiles estuvo acorde con lo esperado (+11% esperado vs. +11.1% observado), nos sorprendió positivamente el de las edificaciones (+2.5% vs. +14.1%). En cambio, persistieron problemas en: i) la industria (+2% esperado vs. -0.3% observado), donde el cierre de Reficar ha venido restando cerca de 1.5pp al crecimiento del sector; y ii) la minería (-1%), donde los lánguidos rebotes en los volúmenes de carbón (+2.3%) han resultado insuficientes para contrarrestar las contracciones del petróleo (-2.8%).

Aun con esa sorpresa positiva en el desempeño del tercer trimestre, Anif mantiene inalterado su pronóstico de crecimiento del 4.6% para 2014, pues son evidentes los vientos de desaceleración resultantes de las fragilidades externas del cuarto trimestre. Además, persistirán debilidades sectoriales en la industria y el agro.

En nuestro balance macroeconómico de 2014 (*Informe Semanal* No. 1249 de diciembre de 2014) habíamos concluido que los riesgos observados durante dicho año (de mayor a menor) arrojaban el siguiente resultado: 1) los desbalances externos (inalterado); 2) los mercados de capitales (inalterado); 3) la desaceleración económica (inalterado); 4) los riesgos tributarios (agravado), pues si bien la presión tributaria total estaría rondando un 14.8% del PIB durante 2014, ella tan solo llegaría a niveles del 13.5% del PIB al descontar las transferencias del CREE; y

5) el agotamiento en las mejoras de empleo (aliviado), pues el desempleo promedio se perfiló hacia sus niveles NAIRU cercanos al 9%, por debajo del 9.3% que esperábamos a inicios de 2014, ver cuadro 1. En este sentido, nuestros pronósticos de inicios de 2014, confrontados con los resultados de finales de año, nos arrojan un satisfactorio balance al observarse que en tres de las cinco áreas pronosticadas acertamos (al no registrarse alteraciones relativas en los pronósticos del sector externo, los mercados de capitales y el crecimiento).

En esta edición analizaremos el cuadro de riesgos que Anif visualiza para el año 2015. Como veremos, los mayores riesgos de este año provendrán de: 1) los desbalances externos (nuevamente), donde a la problemática de volúmenes de petróleo ahora se le añadirán precios sustancialmente inferiores en la mezcla del crudo colombiano (esperándose

Cuadro 1. Riesgos de 2014: pronósticos vs. observados

Ranking pronosticado	Pronóstico (En enero de 2014)		Ranking observado	Observado (En diciembre de 2014)	
	Riesgo	Valor		Riesgo	Valor
1	Desbalances externos	Déficit externo del 4% del PIB y devaluación del 7%→ 1	1	Desbalances externos	Déficit externo del 4.9% del PIB y devaluación del 7% - agravante de precios del petróleo
2	Mercado de capitales	Recuperación Colcap bajaría del 7% a solo el 2%→ 2	2	Mercado de capitales	Pérdidas del Colcap del -5.8%
3	Desaceleración económica	4.8%→ 3	3	Desaceleración económica	4.6%
4	Agotamiento en las mejoras de empleo	Desempleo promedio del 9.3%-9.5% ↘	4	Riesgos tributarios	Presión tributaria neta de transferencias - CREE en un 13.5% del PIB
5	Riesgos tributarios	Presión tributaria en un 14.9% del PIB ↘	5	Agotamiento en las mejoras de empleo	Desempleo promedio del 9%

Fuente: elaboración Anif.

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de
Alejandro Vera y Nelson Vera

ISSN 1794-2616



Enero 19 de 2015

Pág. 3

un promedio de US\$60/barril durante 2015 vs. los US\$88/barril observados en 2014); 2) los riesgos de deterioro tributario, donde la esperada presión tributaria del 15% del PIB podría verse afectada por las menores utilidades empresariales (especialmente del sector minero-energético), una vez se ha aprobado en la Ley 1739 de 2014 la sustitución gradual del Impo-riqueza por sobretasas del CREE hasta del 9%, para un total de tributación efectiva sobre las firmas en el rango 38%-45% en 2015; 3) los riesgos de desaceleración económica local, eventualmente hacia el rango 3% a 3.5% frente a un escenario base del 3.8%; 4) la elevada volatilidad en la renta variable local (Colcap), donde tras la pérdida acumulada del 17.4% durante 2013-2014, la recuperación podría ser baja (+6%) o hasta nula; y 5) el rebrote inflacionario, donde tras un cierre del 3.7% en 2014, los potenciales riesgos de *passthrough* podrían mantenerla

cerca de esos valores al cierre de 2015 (ver cuadro 2).

1) Los desbalances externos

Los riesgos externos estarían repitiendo en 2015, y por tercer año consecutivo, la primera posición en nuestro *ranking* de desafíos. La novedad es que al problema de volúmenes estancados, proyectados en cerca de 1.015 Mbd para 2015, ahora tocaría añadir un descenso del -32% en la mezcla del crudo colombiano, cayendo de un promedio de US\$88/barril en 2014 a US\$60/barril durante 2015. Esto implicaría un déficit comercial del -1.9% del PIB para 2015 frente al -1% del PIB que se observaba al corte de septiembre de 2014. Así, el déficit en la cuenta corriente externa ascendería al -5.1% del PIB en 2015 frente a un valor esperado del -4.9% del PIB en 2014. Bajo un escenario de mayor tensión externa (precios del crudo colombiano a US\$55/barril y producción

cayendo a 980.000 bd), el déficit comercial podría empeorarse al -2.4% del PIB y el déficit de la cuenta corriente llegaría al -5.5% del PIB durante 2015.

Como resultado de estos marcados desbalances externos, Anif pronostica una devaluación del orden del 15.5% promedio anual durante 2015 vs. el 7% de devaluación promedio de 2014 (consistente con una TRM promedio de \$2.310 en 2015 vs. los \$2.000 observados en 2014). Bajo el escenario de mayor tensión externa, antes comentado, dicha devaluación promediaría hasta un 20% durante 2015 (consistente con una TRM promedio de \$2.400 en 2015). Este proceso devaluacionista (relativamente ordenado) provocaría el llamado *Expenditure Switching* (sustitución de importaciones por producción local), pero también un *Expenditure Reduction* (contracción del consumo), cuyo balance neto probablemente se inclinará hacia un menor crecimiento (por debajo de nuestro potencial) durante el año

Cuadro 2. Desafíos de 2015

Ranking	Tipo de Riesgo	Proyección	Posible deterioro
1	Desbalances externos	Déficit externo del 5% del PIB; 15.5% de devaluación promedio	Déficit externo del 5%-5.5% del PIB; hasta un 20% de devaluación promedio
2	Riesgos tributarios	15.1% del PIB en presión tributaria	14%-14.5% del PIB en presión tributaria
3	Desaceleración económica	3.8%	3%-3.5%
4	Mercado de capitales	Recuperación del 6% en el Colcap	Pérdidas del -2%-5% en el Colcap
5	Riesgos inflacionarios	3.2%	3.2%-3.6% por mayor <i>passthrough</i>

Fuente: elaboración Anif.

Director: Sergio Clavijo
Con la colaboración de
Alejandro Vera y Nelson Vera

ISSN 1794-2616



Enero 19 de 2015

Pág. 4

2015, en línea con los postulados del llamado “Enfoque Monetario de la Balanza de Pagos”.

2) Los riesgos tributarios y fiscales

El Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2014 (MFMP-2014) establece como meta tributaria una relación Recaudos/PIB del 15.1% para 2015, lo cual (en principio) luce consistente con lo aprobado en la reciente Reforma Tributaria (Ley 1739 de 2014). Dicha Ley vino a suplir faltantes presupuestales del orden del 1.5% del PIB (por año) para el período 2015-2018. Infortunadamente, para ello se insistió en prácticas tributarias perjudiciales para la inversión productiva del país, en vez de haberlas complementado con incrementos en la tasa general del IVA, como lo han venido proponiendo de tiempo atrás Anif y Fedesarrollo, entre otras entidades.

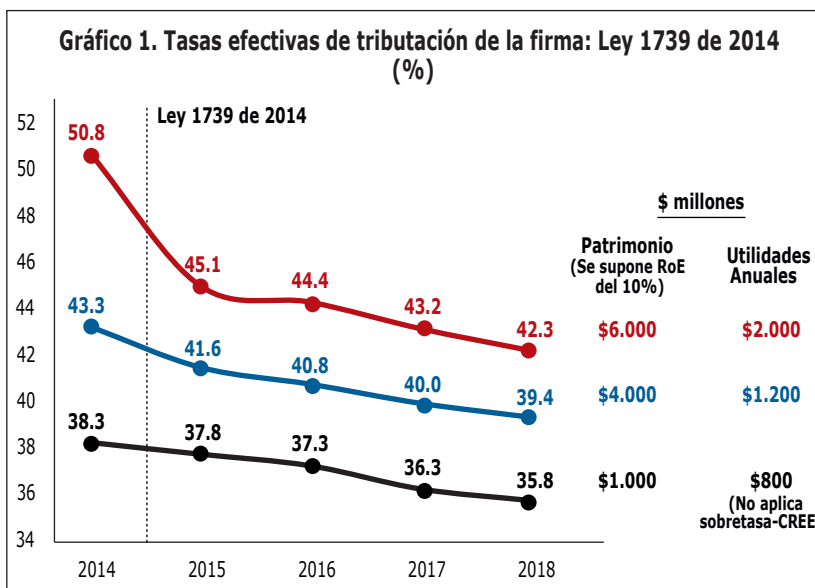
Dicha reforma se focalizó en: i) prorrogar el Gravamen a los Movimientos Financieros (GMF) a la tasa del 4x1.000 hasta 2018, procediendo a su tardío desmonte hacia 2022; ii) la sustitución del Impopatri-

monio por el Impuesto a la Riqueza (a tasas que ahora se aplicarán marginalmente en el rango 0.125%-1.5% para personas naturales y en el rango 0.2%-1.15% para las firmas en 2015); y iii) la sustitución gradual de dicho Impo-riqueza por sobretasas al CREE que irán ascendiendo del 5% al 9%, pasando de un total del CREE del 14% al 18% durante 2015-2018.

Si bien la aplicación marginal de las tasas de Impo-riqueza y su gradual sustitución por sobretasas CREE implicarán una reducción en las tasas efectivas cobradas a las firmas durante 2014-2018, su nivel final del 42% sobre las utilidades deja a las firmas que operan en Colombia en una posición claramente desfavorable, tanto en lo referente a su ele-

vado nivel como en materia de excesivos recargos sobre los impuestos directos respecto de los indirectos (especialmente el IVA). En efecto, la tasa efectiva de tributación de las firmas más grandes pasaría del 51% en 2014 (= 25% de Imporrenta + 10.8% de tasa equivalente CREE + 15% de tasa equivalente de Impopatrimonio, suponiendo un RoE del 10%) al 42% en 2018 (= 25% de Imporrenta + 9% de tasa permanente del CREE + 9% de sobretasa del CREE), ver gráfico 1. Buena parte del alivio se explica por la aplicación marginal del Impo-riqueza (vs. la aplicación proporcional del Impopatrimonio de la Ley 1370 de 2009 y el Decreto 4825 de 2010). Sin embargo, esas tasas efectivas de tributación, en el rango 42%-45% durante 2015-2018, dejan a las firmas que operan en Colombia en clara desventaja frente a lo que ocurre, por ejemplo, en Chile (27.2%), Perú (38.2%) o México (40.7%). Sobre este tema estaremos profundizando en un próximo *Informe Semanal*.

Anif ha venido explicando que no todos los incrementos del CREE constituyen disponibilidades presupuestales adicionales, pues al sustituirse parafiscales-laborales estos deben tomar en cuenta “la destina-



Fuente: cálculos Anif con base en MHCP.

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de
Alejandro Vera y Nelson Vera

ISSN 1794-2616

Enero 19 de 2015



Pág. 5

ción específica” hacia ICBF-Sena-Salud, representando la importante suma del 1.3% del PIB de rentas-atadas. Más aún, se han generado ataduras adicionales hacia gastos en educación y algunos de sus rubros se han indexado a dos puntos por encima de la inflación anual, generándose graves presiones de gasto recurrente (no suficientemente justificado). Hemos estimado que, al netear las transferencias-CREE, se obtiene una presión tributaria de solo el 13.8% del PIB, tan solo superior en un 0.3% del PIB frente al 13.5% del PIB que se habría observado en 2014.

La posición fiscal del Gobierno Central podría deteriorarse durante 2015 debido a: i) las menores utilidades registradas por las firmas durante 2014, las cuales mostraban descensos del 6% nominal al corte de septiembre de 2014 (según las listadas en el Colcap); y ii) la baja capacidad de fiscalización tributaria que ha venido mostrando la Dian (flaco favor hizo el Congreso al frenar la petición de cárcel por evasión en el Impto-riqueza), lo cual se suma a las limitaciones del intercambio de información con Panamá y con Estados Unidos (el propio FATCA tan solo habilita el reporte de rendimientos, pero no el valor de los activos financieros e inmobiliarios). Así, la presión tributaria podría llegar solo al 14.5% del PIB en 2015 (vs. el 15% del PIB presupuestado).

Todo ello vendrá a agravar las presiones de gasto crecientes en materia de seguridad social (pen-

siones-salud), infraestructura y posconflicto. Aplicándole a la Regla Fiscal los principios de “ajuste por ciclo”, Anif ha estimado que el déficit del Gobierno Central podría elevarse del 2.2% del PIB estructural al 2.8% del PIB en 2015, donde un 0.5% del PIB de mayor endeudamiento provendría de la caída en los precios del petróleo y un 0.1% por el ajuste en la llamada brecha del Producto (ver *Informe Semanal* No. 1245 de noviembre de 2014).

3) La desaceleración económica

Aun con la sorpresa favorable del crecimiento del tercer trimestre (4.2% vs. 3.6% esperado por nosotros), Anif mantiene inalterado su pronóstico para 2014 (como un todo) en un 4.6%. En efecto, el crecimiento enero-septiembre de 2014 ha acumulado una expansión del 5% anual y seguramente en el cuarto trimestre la economía tan solo crecerá al 3.6% anual, dado que ya son evidentes las señales de desaceleración. En todo caso, una expansión del 4.6% durante 2014 constituye un excelente crecimiento para Colombia, no solo en línea con su potencial, sino que este se compara favorablemente frente al pobre desempeño de América Latina (promediando solo un 0.9%).

Anif pronostica una expansión del 3.8% para 2015, ligeramente inferior al 4.3% que veníamos manejando hasta conocerse el desplome de los precios del pe-

tróleo (antes comentado). El potencial de recuperación contracíclica dependerá de: i) las mayores ejecuciones de obras de infraestructura, por encima del 11% que esperamos; y ii) la consolidación del componente de edificaciones (+4.4% esperado), donde los estímulos públicos tienen el desafío de contrarrestar el “pinchazo de la burbuja” que ha traído el fin anticipado del auge minero-energético. Bajo un escenario de tensión, la expansión económica de Colombia podría situarse en el rango 3%-3.5% en 2015 (vs. el 3.8% de nuestro escenario base).

4) El mercado de capitales

Durante 2014, la renta variable estuvo influenciada a nivel global por el fenómeno del “*tapering*” (moderación de la liquidez por cuenta del Fed de Estados Unidos). En general, le fue mejor a la renta variable del mundo desarrollado (+4.2%) que a la de los emergentes (-4.6%). También tuvieron mejor desempeño las firmas del sector financiero (+13.1% en el S&P500 de Estados Unidos) que las vinculadas con los *commodities*, donde se vieron particularmente afectadas las minero-energéticas (-10%).

El Colcap resultó particularmente golpeado, sufriendo pérdidas del -5.8% en 2014, después de haber perdido otro -12.4% en 2013. Allí incidieron las contracciones del -6% en las utilidades empresariales (enero-septiembre

Director: Sergio Clavijo

Con la colaboración de
Alejandro Vera y Nelson Vera

ISSN 1794-2616

Enero 19 de 2015



Pág. 6

de 2014), con particulares debilidades en el sector minero-energético (-22%). En la renta fija, las tasas de referencia de los TES a 10 años mostraron valorizaciones en la primera mitad del año, llegando a niveles del 6.1%-6.4% (vs. el 6.8% de diciembre de 2013) dado el rebalanceo del Índice de Renta Fija de J.P. Morgan (el cual dobló la participación del *offshore* en el mercado de TES del 7% al 15% durante 2014). Sin embargo, las preocupaciones fiscales por menores precios del petróleo y los repuntes de la inflación llevaron dichas tasas a cerrar el año nuevamente en niveles cercanos al 7% (por encima del 6.8% de finales de 2013).

Para 2015, el Colcap podría registrar valorizaciones moderadas del 6%, dado que la Relación Precio/Ganancia (RPG) registra puntos de entrada favorables de 15.5 (vs. valores históricos de 20). Lo anterior es consistente con crecimientos del 1% en las utilidades empresariales y retornos de la RPG a su media en 5 años. En la renta fija, probablemente las tasas de los TES pasarán del actual 6.9% hacia niveles del 7.5% hacia finales de 2015, descontando: i) las mayores volatilidades externas; y ii) los mayores ries-

gos fiscales (antes discutidos). Sin embargo, parecen haber desaparecido las presiones de eventuales alzas en la tasa repo y, por el contrario, el Banco de la República (BR) podría reducirla hasta en 50pb durante la segunda mitad de 2015 en presencia de mayores espacios en la brecha del Producto, ayudando a evitar que el PIB-real crezca por debajo del 3.5% durante 2015.

Bajo un escenario estresado, J.P. Morgan podría recortar la ponderación asignada a Colombia del actual 8% hacia un 7%. Ello implicaría riesgos de contagio-estampida sobre los TES, pero donde difícilmente se afectarían más de unos US\$3.000 millones del actual *stock* de US\$12.000 millones que mantiene el *offshore*. Bajo este escenario, el Colcap podría arrojar pérdidas del -2%-5% y las tasas de los TES se elevarían hacia el 8%.

5) Los riesgos inflacionarios

Actualmente en Colombia existen presiones sobre la brecha de inflación, al haber repuntado esta hacia valores del 3.7% al cierre de 2014 (vs. el 3.3% de apenas un par de meses atrás), acercándose al límite superior del rango-meta del BR. Este comportamiento se ex-

plica, en gran medida, por el aumento en la inflación de alimentos (4.7% vs. el 3.5% de meses atrás). El problema es que también continuó en ascenso la inflación básica (llegando al 3.3% vs. el 2.9% de meses atrás), evidenciando cierto grado de *passthrough* proveniente de devaluaciones punta-a-punta del 21%.

Para 2015, Anif proyecta una inflación del 3.2%, ubicándose cerca del punto medio del rango-meta del BR. Dicha proyección incorpora: i) las mencionadas proyecciones en materia externa (caída del 32% en los precios del petróleo y un 15.5% de devaluación en la tasa de cambio); ii) una inflación de alimentos perfilándose hacia el 3.9% (vs. el 4.7% de 2014), con afectación moderada del Fenómeno del Niño a inicios de 2015; y iii) una senda básica cerrando en el 3%, favorecida por los descensos del precio del petróleo, pero con riesgos potenciales en cabeza de los reajustes en los precios de la energía. El riesgo en materia inflacionaria será el potencial de mayor *passthrough*, dadas las devaluaciones esperadas del 15%-20%. Bajo un escenario estresado de elevado *passthrough*, la inflación podría cerrar el año en niveles cercanos al 3.6%.

INDICADORES ECONÓMICOS

CAMBIO PORCENTUAL ANUAL

FECHAS CLAVE ENERO 19 AL 23 DE 2015

LUNES 19
EE.UU: festivo.
U.E: balance de pago, noviembre.

MARTES 20
COL: licencias de construcción, noviembre.
EE.UU: índice del mercado de vivienda-NAHB, enero.
U.E: Encuesta sobre Préstamos Bancarios del Banco Central Europeo, cuarto trimestre de 2014.
U.E: Índice de Precios de Vivienda, tercer trimestre de 2014.
China: PIB, cuarto trimestre de 2014.

MIÉRCOLES 21
EE.UU: indicadores de construcción residencial, diciembre.

JUEVES 22
COL: Índice de Costos del Transporte por Carretera, cuarto trimestre de 2014.
EE.UU: Índice de Precios de Vivienda calculado por FHFA, noviembre.
U.E: reunión del Consejo de Gobierno del Banco Central Europeo y posteriores declaraciones.

VIERNES 23
COL: estadísticas de concreto, noviembre.
EE.UU: indicadores líderes calculados por The Conference Board, diciembre.
EE.UU: ventas de vivienda usada, diciembre.
U.E: indicadores económicos publicados por la Comisión Europea.

	26 Dic/14	A la última fecha	Un mes atrás	Tres meses atrás	Un año atrás
1. Medios de pago (M1)	95.463	11.6	11.7	13.2	16.9
2. Base monetaria (B)	69.566	8.4	13.2	19.1	13.7
3. Efectivo	44.843	14.4	13.6	13.6	12.9
4. Cuentas corrientes	50.620	9.1	10.2	12.8	20.4
5. Cuasidineros	244.368	8.7	8.1	10.2	13.5
6. Total ahorro bancos comerciales	137.880	6.8	6.4	9.6	16.6
7. CDT	127.360	10.5	10.1	8.9	7.2
8. M3	371.441	9.3	9.1	10.2	13.1
9. Cartera total	307.167	14.7	14.3	13.1	14.0
10. Cartera moneda legal	284.702	13.8	14.1	13.8	14.3
11. Cartera moneda extranjera	22.466	28.3	17.9	4.3	10.0
12. Total bancos comerciales	286.972	14.9	14.3	13.0	14.4
13. CFC	18.236	13.1	14.0	14.3	11.1
14. TES	192.714	12.0	12.4	10.7	14.6
15. I.P.C.	Dic	3.66	3.65	2.86	1.94
16. I.P.C. sin alimentos	Dic	3.26	3.18	2.70	2.36
17. I.P.C. de alimentos	Dic	4.69	4.88	3.25	0.86
18. TRM (\$/US\$)	Ene19 2.383.91	21.76	20.01	9.82	10.75

VALORES ABSOLUTOS

19. Reservas internacionales		47.323	47.384	47.107	43.633
20. Saldo de TES		192.714	192.343	188.693	172.125
21. Unidad de Valor Real (UVR)	Ene19	215.24	214.93	214.28	207.69
22. DTF efectiva anual	Ene19-Ene25	4.50	4.40	4.23	4.00
23. Tasa interbancaria efectiva	Ene13-Ene16	4.52	4.51	4.50	3.25