

Situación Colombia

Segundo Trimestre 2014
Análisis Económico

- **Recuperación económica mundial se mantiene** a pesar de la leve desaceleración china y su impacto sobre la demanda por bienes básicos.
- **La economía colombiana crecerá 4,7% y 4,8% en 2014 y 2015**, gracias a la sostenida demanda interna y la recuperación de EE.UU.
- **Inflación de 2014 y 2015 al alza pero dentro del rango meta de largo plazo**, y normalización de las condiciones monetarias expansivas hacia una posición neutral en 2015.
- **Leve devaluación del peso colombiano en 2014 y 2015**, al consolidarse condiciones macroeconómicas de largo plazo.

Índice

1. Resumen.....	3
2. Escenario global: desaceleración china y tensionamiento monetario de la Fed.....	5
3. Un desempeño económico optimista para 2014 y 2015	8
Recuadro 1. Logros en la reducción de la pobreza posibilitados por un entorno macroeconómico apropiado.....	12
Recuadro 2. Concesiones viales de cuarta generación (4G): a pesar de los avances persisten aspectos por afinar	17
4. Cuentas externas y fiscales controladas, pero con necesidades de ajuste.....	20
5. Inflación en 2014 y 2015 con tendencia al alza pero dentro del rango meta	22
6. Política monetaria será menos expansiva en 2014 y neutral en 2015	24
7. Tablas.....	26

Fecha de cierre: 8 de mayo de 2014

1. Resumen

Recuperación económica mundial continúa, pero con una ralentización del crecimiento de China. EE.UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a pesar del impacto de un invierno inusualmente adverso. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre más robusto que el primero, y apoyan un crecimiento de 2,5% para EE.UU. en 2014 y 2015. Por su parte, la economía china muestra señales de desaceleración, razón por la cual hemos revisado su crecimiento a la baja hasta el 7,2% y el 7,0%, en 2014 y 2015, cerca de medio punto porcentual menos de lo esperado hace tres meses.

En contraste, en Colombia el crecimiento se aceleró a finales de 2013 y se mantiene un desempeño optimista para 2014. La economía colombiana creció 4,3% en 2013, ligeramente por encima de nuestra previsión de 4,1%, gracias al mejor comportamiento del consumo (privado y público) y las revisiones al alza de los primeros trimestres.

Durante 2014 esperamos un crecimiento de 4,7%, con un crecimiento equivalente en el consumo privado, pero con un balance más positivo de la inversión (5,9%), tanto residencial como no residencial. **La primera mitad del año tendrá un crecimiento levemente mayor (5,1%) frente al del segundo semestre (4,4%).**

La mayor ponderación de Colombia en los índices de deuda pública, anunciada por J.P. Morgan en Marzo, supone un mayor flujo de entrada de dólares a la economía. Además mejoró la confianza en el país, lo que revirtió la depreciación y las pérdidas del mercado accionario local, y valorizó los TES de deuda pública.

Hemos reducido la previsión de crecimiento de 2015 de 5,1% a 4,8%. El ajuste obedece al retraso en el cronograma de las obras de infraestructura de cuarta generación (4G), trasladando el inicio de los proyectos del primer al segundo semestre de 2015. Los determinantes del crecimiento en ese año serán el consumo privado, la inversión privada no residencial y las exportaciones. En el mediano plazo (entre 2016 y 2018) mantenemos una previsión de crecimiento superior al 5%.

El déficit en cuenta corriente se reduciría a 3,2% del PIB en 2014 de 3,4% en 2013 gracias a la mayor demanda externa de los países desarrollados que compensaría los menores precios de los bienes básicos. **Para 2015, anticipamos un déficit menor en la cuenta corriente (de 2,9% del PIB),** a pesar de un fuerte incremento de las importaciones. La inversión extranjera directa (IED) continuará siendo la principal fuente de financiación del déficit, aunque con una mayor contribución del capital de portafolio.

En 2014 y 2015 esperamos un déficit fiscal conforme a la senda decreciente impuesta por la regla fiscal. Sin embargo, para cumplir con la senda en 2015 es necesario un aumento en los ingresos tributarios debido a la inflexibilidad del gasto, las transferencias, y del ambicioso plan de infraestructura que limita la posibilidad de realizar el ajuste vía menor inversión.

Inflación de 2014 y 2015 se ubicará en 3,4%, permaneciendo dentro del rango meta (3%-4%). Los precios del grupo de alimentos y regulados han tenido un crecimiento superior a lo previsto desde finales de 2013 y han estado acompañados de alzas sostenidas en el componente subyacente de la inflación.

La política monetaria será menos expansiva en 2014 y neutral al final de 2015. Esperamos una tasa de intervención al final del año de 4,25% y un aumento de 100 puntos básicos adicionales en 2015 hasta alcanzar 5,25%. La acumulación de reservas internacionales debe continuar al mismo ritmo de USD 1.000 millones por trimestre durante 2014.

Las devaluaciones promedio previstas para 2014 y 2015 de la tasa de cambio son bajas. La favorable diferenciación de la economía colombiana, el consecuente influjo de capitales y el alza anticipada en las tasas de intervención hacen prever una depreciación promedio del peso colombiano: 4,6% para 2014 y 1,1% en 2015.

2. Escenario global marcado por la desaceleración china y el tensionamiento monetario de la FED

La recuperación global continúa, pero la mejora se frena con la desaceleración en las economías emergentes

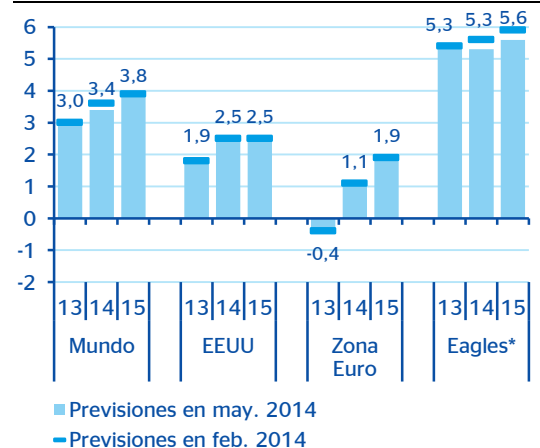
El ciclo económico global se mantiene robusto al inicio de 2014. Según nuestras estimaciones, durante el primer trimestre de 2014 el PIB global se habría acelerado muy levemente hasta niveles cercanos al 0,8% trimestral y esperamos que se mantenga a este mismo ritmo durante la primera parte del año. Tras esta senda de recuperación global sostenida se encuentra la mejora cíclica experimentada por las economías avanzadas, que ha compensado la desaceleración de algunas economías emergentes en Asia y Latinoamérica. Del mismo modo, los mercados financieros se han comportado de manera diferenciada en los últimos meses en ambas áreas y dentro de ellas, con mayor diferenciación dentro de las economías emergentes. Los flujos de capitales, precios de los activos, tasas de interés e indicadores de tensiones financieras se han movido, fundamentalmente, al ritmo de las perspectivas sobre las subidas de tasas de interés en EE.UU. y, en el caso de las economías emergentes, de acuerdo con las expectativas sobre la intensidad de la desaceleración en China y factores idiosincráticos. De este modo, en los últimos meses, y en especial en marzo y abril se ha observado una recuperación de los precios de los activos en las economías emergentes y una reducción de las tensiones financieras que aumentaron levemente a inicio de 2014 (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1
Índice de tensiones financieras de BBVA
Research en países desarrollados y emergentes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2
Previsiones de crecimiento del PIB (%)



EAGLES es el grupo de economías emergentes que más contribuirán al PIB mundial en los próximos 10 años. Grupo compuesto por China, India, Indonesia, Brasil, Rusia, Turquía y México.
Fuente: FMI y BBVA Research

Nuestra valoración del escenario global registra un sesgo bajista respecto a la que hacíamos hace tres meses, lo que se refleja en los ajustes en nuestras previsiones. Tras crecer al 3,0% en 2013, el PIB global volverá a acelerarse en 2014 y 2015 en torno al 3,4% y al 3,8%, respectivamente (Gráfico 2.2), cifras que muestran tanto las variaciones en expectativas de crecimiento de diversas regiones como la mayor, aunque leve, contribución al crecimiento global por parte de las economías avanzadas. Si bien no se han producido cambios relevantes en EE.UU. o en el área del euro, las presiones a la baja en nuestras previsiones se han

materializado sobre todo en economías emergentes, tanto en Asia como en Latinoamérica en 2014 y 2015, al hilo de las preocupaciones por la ralentización de la economía china. En este sentido, continúan existiendo riesgos bajistas de corto y medio plazo sobre la previsión. Algunos factores de impacto global se podrían hacer presentes más intensamente de lo previsto en el escenario base en un horizonte temporal no muy lejano, como el endurecimiento de la política monetaria de la Reserva Federal, la menor demanda mundial a raíz de la ralentización de la economía china o, a una escala de repercusión macroeconómica menor (todavía), riesgos geopolíticos derivados de Europa del este.

En las economías desarrolladas, EE.UU. supera el impacto de un invierno inusualmente frío y se consolidan las perspectivas de mejora de la eurozona

El PIB de EE.UU. ha mantenido una senda de crecimiento sostenido a principios de 2014 a pesar del impacto de unas condiciones meteorológicas inusualmente adversas, y el mercado laboral ha ido mejorando. Con ello, la Reserva Federal no ha dudado en implementar la anunciada moderación del ritmo de aumento de su balance. En este sentido, esperamos que el programa de compra de activos de la Fed termine hacia finales de año y que el mercado pueda centrar su atención en un posible cambio de tendencia al alza de la inflación a la hora de anticipar el inicio de las subidas de tipos en un escenario de paulatina aceleración del PIB. Los indicadores de coyuntura apuntan a un inicio de segundo trimestre algo más robusto que el primero, y apoyan el mantenimiento de nuestra previsión de crecimiento de EE.UU. en 2014 en el 2,5%, cifra que se estima también para 2015 (Gráfico 2.2). La previsión tiene riesgos al alza, si la mejora en la confianza termina suponiendo impulsos adicionales sobre la inversión y la contratación laboral de las empresas.

Por el lado europeo, nuestros modelos de corto plazo apuntan a un aumento del crecimiento en el primer trimestre de 2014 en el entorno del 0,5% trimestral, sin embargo el impulso del sector exterior podría verse moderado en los meses venideros por: i) la apreciación del euro; ii) la menor demanda china; y iii) riesgos geopolíticos si la crisis de Ucrania se mantiene en el tiempo. Con todo, mantenemos nuestras previsiones de crecimiento para la zona euro en 1,1% en 2014 y 1,9% en 2015 (Gráfico 2.2), ello en un escenario de tensiones financieras contenidas y unas políticas fiscal y monetaria que no supongan frenos al crecimiento.

Finalmente, entre las economías desarrolladas, algo más de incertidumbre existe en las perspectivas de crecimiento de Japón, inmerso en un programa monetario de expansión cuantitativa desde enero de 2013 y de impulsos fiscales para volver a tener inflación y favorecer el consumo y la inversión. Revisamos a la baja nuestra previsión de crecimiento de 2014 en cuatro décimas, hasta el 1,1% y mantenemos el crecimiento de 2015 en el 1,3%.

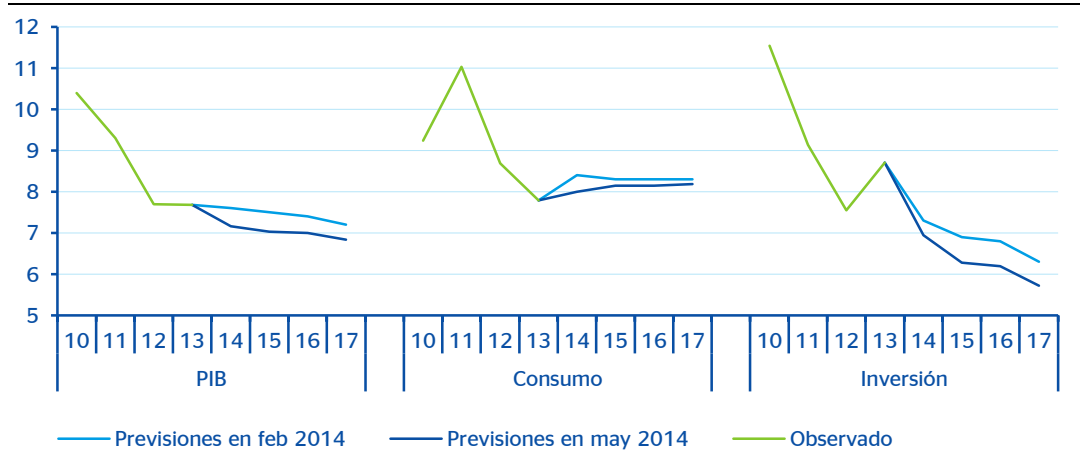
En China, la desaceleración a inicios de 2014 llegó para quedarse, en un entorno de inflación menor de lo esperada

El línea con lo que adelantamos en nuestra anterior publicación trimestral, las dudas sobre la fortaleza cíclica de la economía china se han materializado con una desaceleración de la actividad durante el primer trimestre de 2014, si bien menor a la anticipada por el consenso de los analistas. Los datos más recientes de indicadores tanto de demanda doméstica como externa muestran la pérdida de inercia cíclica, mayor en inversión que en consumo (Gráfico 2.3), en un entorno de inflación menor de lo esperado. A la vez, las autoridades están empezando a implementar medidas para atajar las vulnerabilidades derivadas de las decisiones de política económica tomadas en los últimos años para sostener el crecimiento en el corto plazo. Ello ha supuesto posponer el desapalancamiento de gobiernos locales y empresas para seguir acumulando proyectos de infraestructura y exceso de capacidad instalada de dudosa rentabilidad, mientras que las familias ven remunerado el ahorro que financia el proceso a unos tipos de interés reales negativos. Una asignación de recursos ineficiente que genera además el desarrollo de sistemas financieros paralelos al más regulado y que puede ser fuente de problemas en el futuro. En este sentido, se están endureciendo las

regulaciones que afectan al sector financiero no bancario, la banca en sombra, o a la protección del medio ambiente.

Con todo, revisamos el crecimiento de China a la baja hasta el 7,2% y el 7,0%, en 2014 y 2015, respectivamente, cerca de medio punto menos de lo esperado hace tres meses (Gráfico 1.3). La importancia creciente de China como fuente de demanda mundial en los últimos años es innegable. Pero también se mantiene la diferenciación entre áreas, con exposiciones más elevadas en el sudeste asiático, algunas economías de Sudamérica o África y, entre los desarrollados, Alemania. Según nuestras estimaciones, el impacto sobre el crecimiento mundial de cada punto de caída del crecimiento chino estaría en torno a cuatro décimas, fundamentalmente, como resultado de una menor demanda desde China. En este sentido, cabe destacar también que el ajuste esperado en el escenario de China es acotado, claramente insuficiente para desencadenar episodios de incertidumbre financiera global.

Gráfico 2.3
China: Previsiones de crecimiento (%)



Fuente: BBVA Research

En resumen, dos son los factores de impacto global en el horizonte de previsión: las posibles sorpresas en el proceso de tensionamiento de la política monetaria de la Fed y el menor crecimiento de la demanda de China, con unas repercusiones macroeconómicas claramente diferenciadas entre economías. Como se observó en mayo del año pasado, la súbita percepción por el mercado de la inminencia del endurecimiento monetario de la Reserva Federal con la retirada de estímulos cuantitativos, elevó la volatilidad financiera en economías emergentes, aunque con una clara diferenciación con mayor volatilidad en tipos de cambio donde la exposición a la financiación exterior de corto plazo es mayor. Por otro lado, también entre las emergentes, son las economías asiáticas las más expuestas a una reducción de la demanda china, añadiendo además a la lista algún exportador de materias primas en América del Sur. Con todo, surge a partir de aquí un mapa de vulnerabilidades en el que la diferenciación es un factor clave.

3. Un desempeño económico optimista para 2014 y 2015

Un mayor apetito de los inversores extranjeros por Colombia luego del aumento en la participación del país en los índices de J.P. Morgan

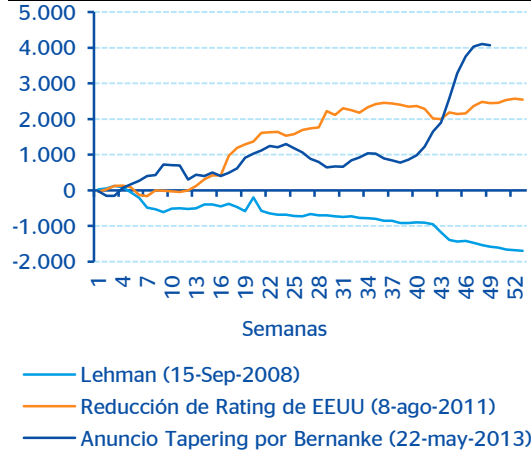
El año 2014 empezó con una salida de capitales desde los países emergentes hacia los mercados desarrollados de la cual Colombia estuvo parcialmente exenta (Ver Gráfico 3.1). Durante tres semanas, el país experimentó esta salida, aunque no tan pronunciada como en otros países emergentes, y posteriormente el flujo se normalizó adquiriendo un nuevo dinamismo desde mediados de febrero. Desde el 17 de febrero hasta el 18 de marzo se dieron entradas por USD 1.040 millones en capital de portafolio, equivalente a un promedio semanal de USD 260 millones, un nivel no observado desde mediados de 2011. Gracias a esta positiva diferenciación de Colombia en los mercados emergentes, el peso colombiano corrigió completamente la depreciación observada de 5% entre el 21 de enero y el 17 de febrero en los siguientes 30 días (Ver Gráfico 3.2). El mercado accionario, por su parte, se desvalorizó 5,4% en los primeros dos meses del año, aunque principalmente por factores locales, y también su desvalorización se corrigió completamente finalizando abril (Ver Gráfico 3.3).

El 19 de marzo J.P. Morgan anunció la reponderación de los instrumentos de deuda soberana de Colombia en moneda local en dos de sus índices de referencia de mercados emergentes (GBI-EM Global Diversified y GBI-EM Global). Con este anuncio, la participación de Colombia en el GBI-EM Global Diversified pasó de 3,2% a 8,0%, y en el GBI-EM Global pasó de 1,8% a 5,6%. La nueva reponderación se introducirá paulatinamente entre mayo y septiembre, y de acuerdo a algunos analistas, se traducirá en ingresos adicionales de capital por un monto que varía entre USD 4.000 y USD 10.000 millones durante 2014. Estas cifras son significativas, pues equivalen a un 36% y 90% de los flujos netos de portafolio recibidos el año pasado.

Los efectos del anuncio de J.P. Morgan ya se han hecho sentir y en un espacio de mes y medio (entre el 18 de marzo y finales de abril) entraron USD 2.207 de flujos de capital de portafolio, cifra que equivale al 68% de todos los flujos en lo corrido del año. Adicionalmente, y como le mencionamos arriba, la devaluación del peso al principio del año se revirtió en su totalidad al igual que las pérdidas en el mercado accionario (Ver Gráfico 3.2 y 3.3). Por otro lado, las tasas de interés de los bonos del tesoro colombiano se redujeron de forma significativa para los diferentes plazos (ej. el bono a 10 años cayó 80 puntos básicos desde 7,1% a 6,3%) y aumentó la tenencia de bonos soberanos por parte de extranjeros (Ver Gráfico 3.4). Esta última ya se había duplicado desde finales de 2012 hasta alcanzar un 6% del total del saldo de TES en febrero, gracias al cambio en la regulación tributaria aprobada ese mismo año y que redujo el impuesto a los rendimientos de los extranjeros de 33% a 14% por la tenencia de títulos de deuda local. Con la reponderación de J.P. Morgan la tenencia de títulos soberanos por parte de inversionistas extranjeros se incrementó hasta 8% en marzo y es posible que continúe aumentando hacia los niveles esperados por el Ministerio de Hacienda (15%), en la medida que los inversionistas internacionales reconfiguren sus portafolios.

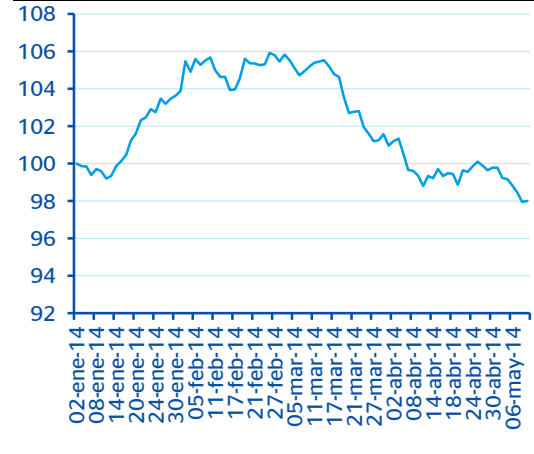
Sin embargo, la Junta Directiva del Banco de la República ha expresado que el influjo de capitales esperados por el aumento en la ponderación de Colombia en los índices de J.P. Morgan puede estar sobredimensionado. Uno de los argumentos es que el cálculo en el valor de los fondos referenciados a los índices (USD 195.000 millones) puede ser inferior en un entorno de normalización de las condiciones monetarias internacionales, luego de la reducción en el ritmo de compra de bonos de deuda por la Fed y el anticipado aumento en las tasas de interés en 2015. En esta medida, el influjo de capitales sería menor y por lo tanto existiría una menor apreciación de los mercados locales.

Gráfico 3.1
Flujos netos de portafolio hacia Colombia,
millones de dólares acumulado



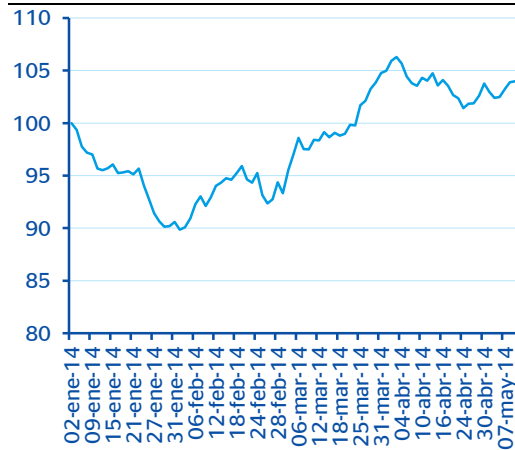
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.2
Evolución del tipo de cambio en 2014
Enero 02 = 100



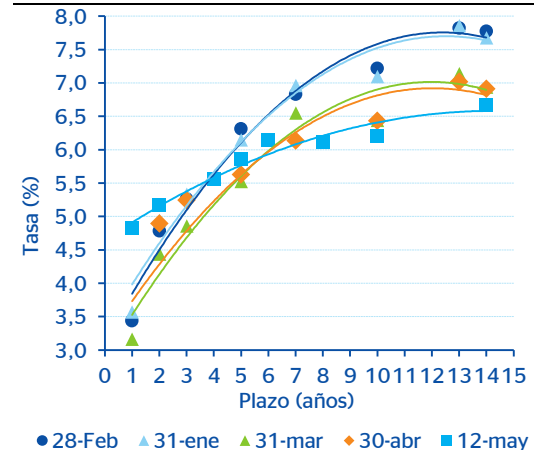
Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.3
Evolución del COLCAL (índice bursátil) en 2014
Enero 02 = 100



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

Gráfico 3.4
Curva de rendimientos de deuda pública interna



Fuente: Bloomberg y BBVA Research

El crecimiento se aceleró a finales de 2013

Durante 2013 la economía colombiana creció 4,3%, ligeramente por encima de nuestra estimación de 4,1% de hace tres meses. Los datos publicados de crecimiento para 2013, arrojaron una expansión muy fuerte del consumo (privado y público), la cual fue apoyada por algunas revisiones al alza en el consumo y las exportaciones en los primeros trimestres de 2013. En total, se consolidó una expansión de 4,7% en el consumo final, señalando una dinámica sobresaliente en el consumo público (6,0%), y de 5,3% en las exportaciones, gracias al mayor aporte petrolero.

Sin embargo, de no ser por las revisiones al alza en trimestres previos se hubiera dado un crecimiento inferior durante 2013, incluso igual a nuestra estimación de 4,1%, pues la dinámica del cuarto trimestre estuvo ligeramente por debajo de nuestras expectativas (0,8% t/t vs. 1,3% t/t esperado).

La principal fuente de crecimiento en 2013, a pesar de su ligera desaceleración en el cuarto trimestre, provino del crecimiento de la inversión en construcción (+10,2% anual), resultado

que contrasta con el bajo crecimiento de la formación bruta no residencial (+0,9%). Esto último se relacionó directamente con el balance sectorial, donde sólo la industria manufacturera tuvo un retroceso en su actividad durante 2013, y el sector transporte tuvo un tímido crecimiento. No obstante, ambos sectores aún cuentan con amplias posibilidades de inversión y seguramente se dinamizarán en el mediano plazo con la recuperación industrial y la inversión en infraestructura.

Transición en los determinantes del crecimiento durante 2014

Consumo e inversión en construcción son los pilares del primer semestre. Durante el primer semestre de 2014 esperamos un crecimiento de 5,1% en promedio, impulsado por la aceleración de la construcción y por un crecimiento robusto en el consumo privado. Durante el primer semestre, la inversión en construcción a pesar de no tener incrementos anuales tan sobresalientes, como sí los obtuvo durante 2013 porque contaba con una base estadística más favorable, tendrá la tasa de crecimiento inter-trimestral más elevada entre todos los componentes del PIB por la demanda. Este escenario se materializará porque el sector de edificaciones llegó a su nivel máximo de licenciamiento e iniciación a finales de 2013, con lo cual, el trabajo en la mayoría de las obras culminará durante los primeros seis meses de 2014. Y esta etapa tiene el mayor aporte al valor agregado, según la metodología de medición del DANE.

Asimismo, los indicadores líderes del sector (producción y distribución de cemento) aumentaron significativamente su tasa de crecimiento anual hasta niveles de dos dígitos desde valores inferiores al 4% en promedio en 2013. Este buen comportamiento no sólo se relaciona con las edificaciones, también se infiere de ellos una expansión significativa de obras civiles, a pesar de la vigencia de la Ley de Garantías. Esto se debe a la mejor preparación que ahora tiene el Gobierno para enfrentar las restricciones de esa Ley, tanto así que el porcentaje de recursos del presupuesto nacional comprometidos a marzo de 2014 es idéntico al valor que había sido comprometido un año atrás, cuando no contaba con ninguna limitación.

Por otra parte, los datos de comercio a febrero muestran que el crecimiento del consumo crece a un ritmo intenso. Las ventas minoristas crecieron 6,6% anual en los dos primeros meses del año, incluso se aceleraron desde 6,5% en enero a 6,7% en febrero. Además, la confianza de los hogares se mantiene sólida en el tramo optimista del indicador, a pesar de un retroceso estacional en febrero que no marcó un cambio en la tendencia estable que traía el indicador. En términos interanuales, en marzo la confianza se ubicó por encima de sus valores al inicio de 2013. De manera estructural, uno puede relacionar el buen comportamiento del consumo con los mejores indicadores sociales y la reducción de la pobreza, como vemos en el Recuadro 1.

En total, la economía debió acelerarse en el primer trimestre de este año respecto al cierre de 2013. El crecimiento interanual pasará de 4,9% en el 4T13 a 5,3% en el 1T14 y de nuevo a 4,9% en el 2T14. Además, la variación inter-trimestral se acelerará de 0,8% a 1,6% y 1,6% entre los mismos tres períodos señalados. Esto será posible a pesar de la desaceleración de las exportaciones durante el primer semestre, el menor precio del petróleo, las restricciones de oferta de carbón y las bajas exportaciones industriales.

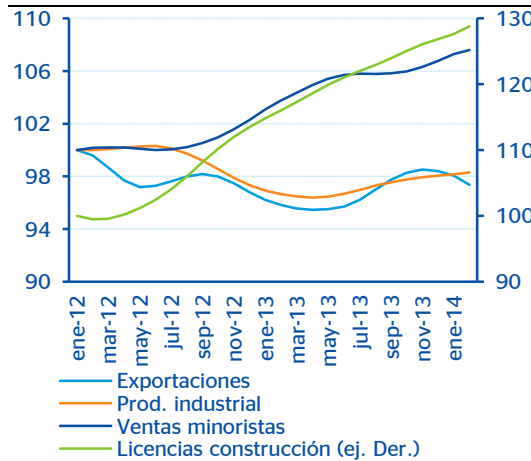
El mayor factor de incertidumbre seguirá siendo el sector industrial. Sin embargo, por primera vez en mucho tiempo, las sorpresas podrían ubicarse en el frente positivo. Los datos de crecimiento industrial de febrero podrían darle un impulso adicional al crecimiento del primer semestre, si la recuperación de la industria, que la esperábamos para la segunda mitad de este año, se consolida anticipadamente. Los datos de importaciones de bienes intermedios y de capital para la industria, que recientemente adquirieron una tendencia creciente, y los buenos datos de confianza industrial de marzo apoyarían la sorpresa y mejorarían la perspectiva de la inversión privada no residencial.

La industria y las exportaciones serán el principal soporte para el crecimiento del segundo semestre de 2014. Para el segundo semestre esperamos un crecimiento de 4,4% en promedio. La inversión no residencial, la consolidación de la recuperación industrial (ayudada por una mayor

demanda externa), y la puesta en marcha de algunos proyectos de inversión del sector minero (la ampliación de puertos para el embarque de carbón), tendrán un papel determinante. Además, el mejor balance económico de Estados Unidos y Europa, en un contexto de tratados comerciales vigentes con ambos, impulsará la expansión de las exportaciones. No obstante, hemos reducido el optimismo sobre el impacto positivo de los tratados sobre las ventas externas, una vez identificados algunos problemas de competitividad que enfrenta la industria colombiana (Ver: [La competitividad de la industria se redujo desde 2008](#)).

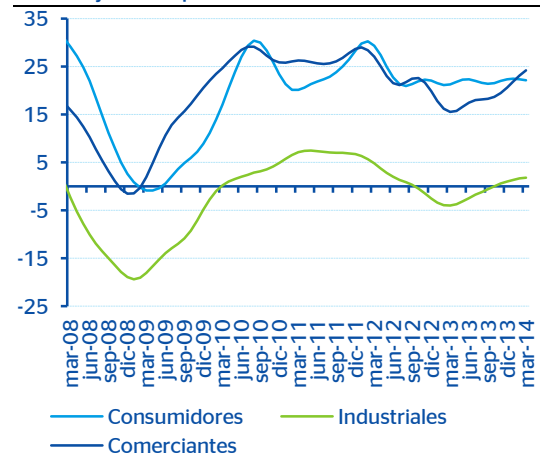
En total, durante 2014 esperamos un crecimiento de 4,7%, con un crecimiento equivalente en el consumo privado, pero con un balance más positivo en el caso de la inversión (5,9%), tanto residencial como no residencial. Al contrario, el comercio exterior tendrá un aporte más negativo al crecimiento que en 2013, dado que hemos reducido la perspectiva de las exportaciones.

Gráfico 3.5
Indicadores líderes de la economía colombiana
Índice ajustado por estacionalidad,
Ene2012=100



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 3.6
Confianza de empresarios y hogares
Índice ajustado por estacionalidad



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Recuadro 1. Logros en reducción de la pobreza posibilitados por el entorno macroeconómico

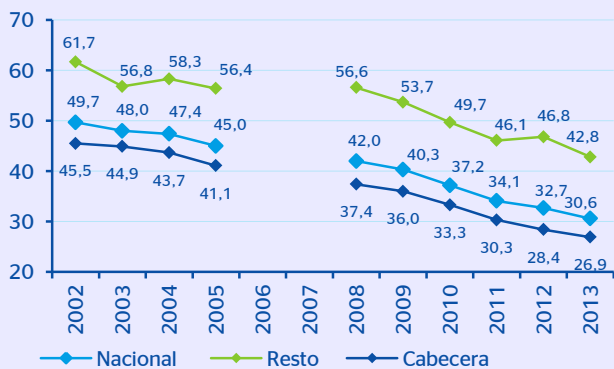
Entre 2012 y 2013 el número de colombianos en condiciones de pobreza se redujo en más de 800 mil personas. De esta forma, la pobreza medida por ingresos pasó del 32.7% de la población al 30.6%, una reducción de 2.1 p.p. (Gráfico R.1.1). Por su parte, el número de habitantes en pobreza extrema se redujo en 556 mil personas, pasando de un 10,4% a un 9,1% de la población (una descenso del -1,3%, Gráfico R.1.2).

-2.1 p.p. de reducción de la pobreza de un año a otro y en casi la totalidad de la reducción de la pobreza extrema (Gráficos R.1.3 y R.1.4).

Otro aspecto relevante en términos de pobreza es el costo de la canasta básica. Entre más alto sea el precio de sus componentes, menor es el número personas que puede acceder a ella y mayor el número de personas en condiciones de pobreza. Entre 2012 y el 2013, el leve aumento en el costo de la canasta básica de las personas de bajos ingresos permitió que la pobreza por esta vía aumentara en menor proporción que en años con mayor inflación¹. Efectivamente, el ajuste de la línea de pobreza¹, es decir, del costo que se le asigna a la canasta básica, contribuyó tan sólo en 0.8 p.p. en el aumento de la pobreza, lo que como se mencionó antes, se vio más que compensado con el aporte de -2.9 p.p. del crecimiento en la actividad económica (Gráfico R.1.3). Aún más, en el caso de la pobreza extrema el aumento en el precio de la canasta alimentaria básica fue prácticamente nulo entre 2012 y 2013 y por lo tanto su efecto sobre este tipo de pobreza fue nulo (la inflación de alimentos, por ejemplo, para ingresos bajos se ubicó en -0,1% entre 2012 y 2013) (Gráfico R.1.4).

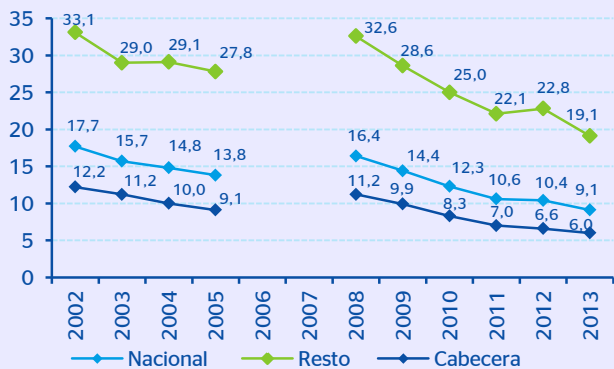
A nivel nacional, el cambio en la pobreza y en la pobreza extrema entre 2012 y 2013 se vio explicado por los dos efectos antes mencionados, el efecto ingreso y el efecto línea de pobreza (costo), jugando el efecto de redistribución del ingreso un papel casi neutral, entre un año y otro (Gráficos R.1.3 y R.1.4). Sin embargo, si se observan los datos de pobreza a nivel rural, resulta interesante constatar el fuerte impacto de la redistribución del ingreso sobre ellos. Efectivamente, de la reducción de -4 p.p. en la pobreza rural entre 2012 y 2013 la redistribución del ingreso explicó -3 p.p. y en el caso de la pobreza extrema dicho efecto explicó -2 p.p. (de una contracción total de -3.7 entre 2012 y 2013). El fuerte descenso en la pobreza rural se vio explicado en gran medida por un efecto redistributivo que se produjo en esta región y que ayudó a cerrar la brecha entre el campo y la ciudad, brecha que se había ampliado en 2012 (Gráficos R.1.1 y R.1.2). Nótese que la reducción de la brecha se dio tanto a nivel de pobreza extrema como en pobreza total.

Gráfico R.1.1
Pobreza por regiones (2002-2013). En porcentaje



*Incidencia de la pobreza: % de la población que no tiene un ingreso per cápita en el hogar para lograr un nivel de vida adecuado, según dominio geográfico. **Resto: se refiere al área rural, ***Cabecera: área geográfica definida por un perímetro urbano.
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico R.1.2
Pobreza extrema por regiones (2002-2013). En porcentaje

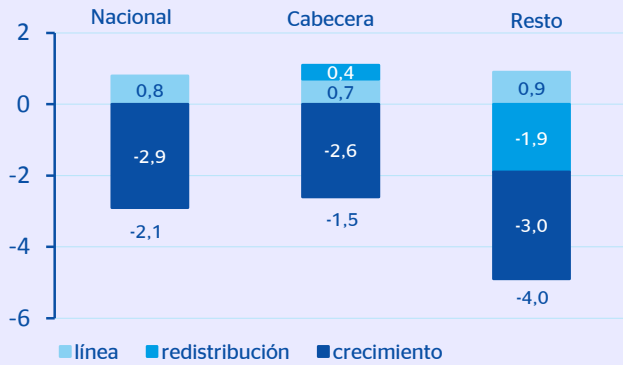


*Incidencia de la pobreza: extrema % de la población que no tiene un ingreso per cápita en el hogar para lograr un nivel subsistencia, según dominio geográfico. **Resto: se refiere al área rural, ***Cabecera: área geográfica definida por un perímetro urbano.
Fuente: DANE y BBVA Research

La disminución de los dos indicadores, el de pobreza y el de pobreza extrema, se explica primordialmente por el aumento en los ingresos de las personas, lo cual contribuyó, según el DANE, en -2.9 p.p. de los

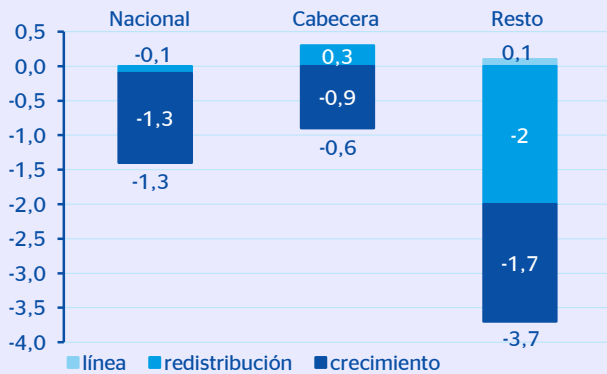
1: La línea de pobreza se ajusta anualmente con la inflación de las personas de ingresos bajos y esta fue históricamente baja entre 2012 y 2013, ubicándose en 1,5%.

Gráfico R.1.3
Descomposición del cambio en la pobreza entre 2012 y 2013 por regiones. En puntos porcentuales



*Resto: se refiere al área rural, **Cabecera: área geográfica definida por un perímetro urbano.
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico R.1.4
Descomposición del cambio en la pobreza extrema entre 2012 y 2013. En puntos porcentuales



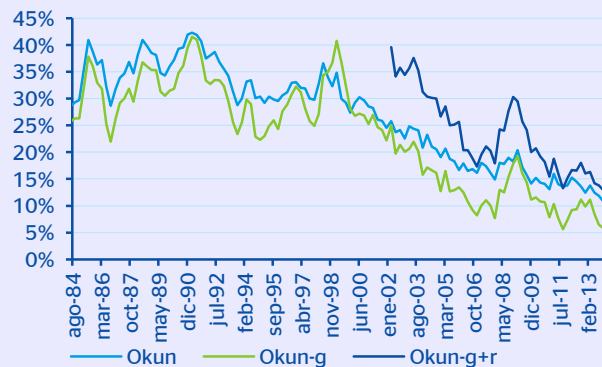
*Resto: se refiere al área rural, **Cabecera: área geográfica definida por un perímetro urbano.
Fuente: DANE y BBVA Research

Comportamiento decreciente del Índice de Miseria

El índice de Okun, que resulta de la suma de la tasa de desempleo y de la tasa de inflación², aproxima, de una forma simple e intuitiva, un indicador de bienestar para la población de un país. Así, un índice con valores bajos reflejaría un mejor desempeño macroeconómico, vía menores tasas de desempleo y/o inflación. Este índice se mantuvo estable en la década de los 80's y 90's alrededor de los 30 puntos porcentuales (pp), y posteriormente tuvo una caída significativa alcanzando un promedio de 12 pp en 2013 (Gráfico R.1.5). Lo anterior refleja el buen manejo macroeconómico en términos de política

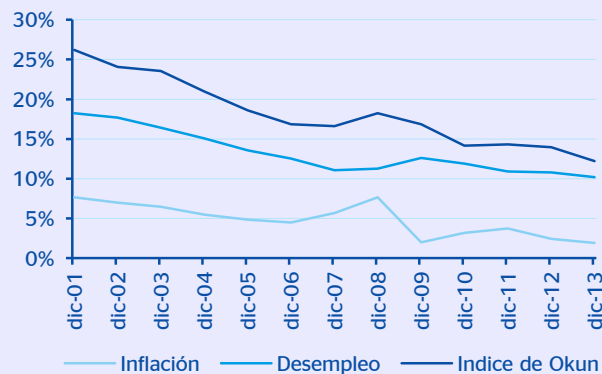
monetaria, disciplina fiscal, y los avances en empleo. En años recientes, el índice evidencia la reducción de la inflación desde mediados de 2009, lo cual se explica por una política monetaria prudente, y por otros factores como la apreciación del tipo de cambio que se ha traducido en bajas tasas de inflación de los bienes transables. Por su parte, la tasa de desempleo ha mostrado una tendencia decreciente, alcanzando un nivel históricamente bajo de 10% (promedio) en las principales 7 ciudades para 2013.

Gráfico R.1.5
Índice de Okun para Colombia. En porcentaje, Trimestral, 7 ciudades



Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

Gráfico R.1.6
Índice de Okun, Tasa de desempleo y tasa de inflación. En porcentaje, promedio año, 7 ciudades.



Fuente: DANE y BBVA Research

Variantes del Índice de Miseria

El índice de Okun se puede ver como una función de bienestar, y en ese sentido, la reducción del índice refleja mejores condiciones de vida y posiblemente mejores indicadores de pobreza. Se han planteado alternativas al indicador de Okun, como la de Barro

2: El índice de Miseria tiene periodicidad trimestral. Se utilizó la tasa de desempleo de 7 ciudades ya que es la serie más larga disponible. La tasa de inflación trimestral es un promedio simple a de la tasa de inflación mensual.

(1999), quién consideró pertinente sumarle al índice la tasa de crecimiento y la tasa de interés de largo plazo, bajo el planteamiento de que estas variables aportan información adicional en términos de bienestar. Otros autores, como Di Tella et al (2001) concluyen, mediante el uso de encuestas que reportan el nivel de satisfacción de las personas en 12 países de Europa y Estados Unidos, que el desempleo y la inflación efectivamente forman parte de la función de bienestar y que se relacionan negativamente con ella. Por su parte, Di Tella et al (2001) y el BID (2009) aducen que en el margen, se requeriría de un cambio proporcionalmente mayor en la tasa de inflación ante cambios en la tasa de desempleo, para mantener el mismo nivel de bienestar. En ese sentido, el costo relativo entre el desempleo y la inflación no sería 1 a 1, como supone el índice de Okun.

Aun cuando restamos a nuestro índice de Okun, la tasa de crecimiento económico (i.e., Okun - g), se mantiene la conclusión de que el bienestar de la población está mejor hoy que en la década de los 80s y 90s (ver Gráfico R.1.5). Adicionalmente, se observan menores niveles del índice a partir del tercer trimestre de 2006, niveles interrumpidos por la quiebra de Lehman Brothers, entre el cuarto trimestre de 2008 y el tercer trimestre de 2009. Los niveles más bajos del índice en términos históricos se observan en el tercer trimestre de 2011 y en el tercer y cuarto trimestres de 2013 (Gráfico R.1.5). En este último trimestre, la tasa de desempleo se situó en 8,9% (7 ciudades), la tasa de inflación en 1,8% (a/a), y el crecimiento económico en 4,9%, ubicando el índice de -Okun-, y el índice de -Okun-g- en niveles históricamente mínimos (Gráfico R.1.6).

Por su parte, al sumarle la tasa de interés de largo plazo (r) y al descontarle la tasa de crecimiento (g) al índice de Okun (i.e., Okun - g + r) se obtiene una aproximación al Índice de Miseria de Barro –IMB—. Al igual que los otros índices, el IMB alcanza mínimos históricos en diciembre de 2013, confirmando el buen desempeño de la economía colombiana en los últimos años, el cual también se ve reflejado en la tendencia decreciente de la tasa de interés de largo plazo.

Conclusiones

Los logros en materia de reducción de la pobreza han sido importantes y es posible que gran parte de ellos se hayan debido a políticas públicas activas. Sin embargo, nada de ello se podría haber viabilizado de no existir una política macroeconómica que lo sustente. El reto consiste en consolidar los logros alcanzados y en reducir aún más la pobreza. Para que los avances en términos de pobreza no se reviertan, es indispensable mantener un crecimiento económico robusto, unos precios estables y bajos, y consolidar las mejoras en el empleo. Colombia ha hecho un buen trabajo alcanzando niveles históricamente bajos en los Índices de Miseria en 2013.

Referencias

- Barro, R (1999). "Reagan vs Clinton". Businessweek,.
- DANE (2014). "Pobreza Monetaria y Multidimensional 2013". Boletín de Prensa de marzo de 2014 del DANE.
- Di Tella, R. J. MacCulloch and A. Oswald (2001), "Preferences over Inflation and Unemployment: Evidence from Surveys of Happiness" The American Economic Review, Vol. 91, No. 1, March 2001, pp. 335-341.
- Luengas, P y Ruprah, I (2009). "Should Central Banks target Happiness? Evidence from Latin America". Working Paper: Inter-American Development Bank, No. OVE/WP-02/09.
- Lechman, E (2009). "Okun and Barro's Misery Index as an alternative poverty assessment tool. Recent estimations for European countries". MPRA, No.37493.
- Shorrocks, A y Kolenikov, S (2003). "A Decomposition Analysis of Regional Poverty in Russia", Discussion Paper WIDER No. 2003/74.

Crecimiento de 2015 será robusto, pero inferior a nuestra previsión anterior

Hemos reducido la previsión de crecimiento de 2015 de 5,1% a 4,8%. El ajuste obedece principalmente al retraso en el cronograma de las obras de infraestructura de cuarta generación (4G), lo cual, según nuestras estimaciones, traslada el inicio de los proyectos del primer al segundo semestre de 2015, como se explica en el Recuadro 2. También esperamos una menor dinámica en las exportaciones por la reducción en las previsiones del precio del petróleo y el menor aprovechamiento que está haciendo la industria manufacturera de los tratados de libre comercio. No obstante, estos efectos son marginales comparados con el impacto que generará el retraso de las obras 4G.

Los determinantes del crecimiento, por su parte, seguirán siendo el consumo privado (creciendo al 4,8% anual), la inversión privada no residencial (+7,0%) y las exportaciones (+8,4%). El primero se relaciona con las condiciones estructurales más favorables de la población colombiana, con reducciones significativas de la pobreza y el incremento de la clase media (Ver Recuadro 1). Los dos últimos se explican por la recuperación de la industria, la cual tendrá durante 2015 su primer crecimiento por encima de 4% desde 2011, y la mayor demanda externa.

Crecimiento en el mediano plazo (2016-2018) se ubicará por encima del 5%

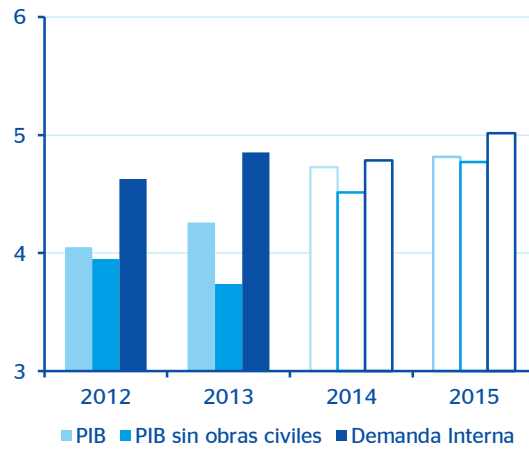
A pesar del retraso de las obras civiles (4G), y su impacto negativo en el PIB potencial, esperamos un crecimiento superior al 5% entre 2016 y 2018. Incluso, en 2017 y 2018 tendremos un crecimiento de 5,2% anual. Este crecimiento se apoyará en 3 pilares. El primero es el de consumo, el cual seguirá expandiéndose ayudado por el crecimiento de las clases medias. El segundo, es el sector externo, el cual esperamos sea más dinámico gracias a un mayor crecimiento global y un mejor aprovechamiento de los tratados de libre comercio. El tercero, es la mayor inversión que traerá la ejecución de las obras 4G. Sobre este último, si bien el plan 4G representa USD 25.000 millones en inversión (6% del PIB actual), nuestro escenario base está construido sobre una ejecución que varía entre el 50% y el 60% de lo presupuestado. Finalmente, la culminación del proceso de paz se traducirá en una inclusión de nuevas áreas a la producción agrícola y minera, que traerán réditos en crecimiento económico. No obstante, las mejoras ostensibles de seguridad de la última década hacen que una parte del dividendo de la paz ya se haya verificado en términos de inversión y de iniciativa privada.

Los riesgos del crecimiento siguen siendo el plan de infraestructura y la posible recuperación tardía de la actividad industrial

Nuestro escenario de crecimiento tiene en cuenta un inicio de las obras del plan de infraestructura 4G en el segundo semestre de 2015. Un retraso adicional en el plan de obras sería nocivo para la materialización del crecimiento del año entrante y para la expansión del PIB potencial a niveles superiores al 5% en los siguientes años. Esto se debe al impacto que tendría esta menor inversión pública sobre la acumulación de capital necesaria para acelerar el PIB potencial.

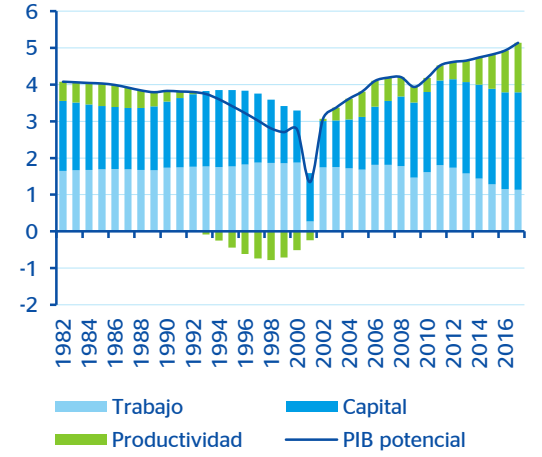
En segundo lugar, y como posible consecuencia del rezago en infraestructura, la competitividad de la industria podría mantenerse baja más allá de lo estimado por nosotros (creemos que materializará un crecimiento superior a 4% en 2015). Sin embargo, la normalización del tipo de cambio a niveles más estructurales ha reducido la probabilidad de este riesgo respecto a lo estimado hace tres meses.

Gráfico 3.7
Crecimiento de la demanda interna y el PIB
Variación anual
En porcentaje



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 3.8
PIB potencial: descomposición de los
determinantes del crecimiento
En porcentaje



Fuente: BBVA Research

Recuadro 2. Concesiones viales de cuarta generación (4G): a pesar de los avances persisten aspectos por afinar

Reconociendo la importancia de la infraestructura de transporte en la productividad y el crecimiento económico, y dado el rezago y baja calidad de la infraestructura vial en Colombia, el Gobierno del presidente Santos emprendió la tarea de implementar un ambicioso plan de concesiones viales. La experiencia colombiana en concesiones viales se remonta a los años 90, con la primera generación de éstas, luego de una reforma constitucional que involucró al sector privado en la prestación de servicios públicos, como salud, pensiones e infraestructura, entre otros. Con posterioridad a la primera generación de concesiones viales ha habido tres más, incluyendo la actual, la cuarta generación de concesiones viales o "4G".

Plan de infraestructura vial de cuarta generación –4G–: Avances normativos, institucionales y aspectos por afinar

El 4G contempla un ambicioso plan que consta de cerca de 30 proyectos anunciados, con diferentes grados de madurez, y que involucran la intervención de 8 mil kilómetros y una inversión total de COP47bll.

Entre los principales avances normativos de la 4G se cuentan la ley de concesiones o ley de Asociaciones Público Privadas –APP– (Ley 1508 de 2012) con sus decretos reglamentarios (los Decretos 1467 de 2012 y 100 de 2013) y la Ley de infraestructura (Ley 1682 de 2013). Con esto se pretendió establecer un marco normativo claro que rigiera en términos específicos a las concesiones y que le diera mayor seguridad tanto a la entidad pública ejecutora del proyecto como al inversionista privado interesado en participar. El nuevo marco normativo está enfocado en resultados, exige una mayor estructuración de los proyectos y mejora los incentivos de los agentes involucrados, entre otros. Adicionalmente, la Ley de infraestructura y su reglamentación permitieron superar los problemas existentes en cuanto a la gestión y a la adquisición de predios y a los conflictos con las redes. En cuanto al contrato de 4G, éste es más robusto que los contratos de las generaciones anteriores. En términos de una mejor asignación e inclusión de riesgos que antes no se habían contemplado. Un cambio importante en ese sentido es que el actual contrato incorpora la figura de fuerza mayor que puede ser predial, de licencias ambientales, de interferencia de redes, de demoras en la consulta previa, entre otros (el tema de la consulta previa ha representado un cuello de botella importante en 3G).

En lo referente a la institucionalidad, la creación de la Agencia Nacional de Infraestructura – ANI –representó un avance importante dado que se trata de una entidad pública encargada específicamente de los proyectos de APP. Otro avance relevante fue la transformación de la Financiera Energética Nacional S.A. –FEN– en Financiera de Desarrollo Nacional – FDN –. Efectivamente, el papel de la FDN es primordial en el sentido en que sus atribuciones le permiten movilizar recursos de organismos multilaterales, cubrir riesgos en los proyectos mediante garantías, y financiar empresas o proyectos de inversión, entre otros aspectos. De igual forma, la creación de la Autoridad Nacional de Licencias Ambientales – ANLA – y de la Comisión Intersectorial de Infraestructura – CII – representaron adelantos importantes.

A pesar de los avances, existen algunos aspectos por superar. Parecen persistir cuellos de botella en cuanto a las licencias ambientales y en lo referente a las consultas con las comunidades que se ven afectadas por las obras de infraestructura.

Por otra parte, se han manifestado algunas dudas acerca de cómo afrontar el evento en que se interrumpa la obra de una unidad funcional con un avance de la misma menor al 40% (no es claro el reconocimiento de la inversión al privado en este escenario). De otra parte, en el caso en que se interrumpa la obra con un avance de la unidad funcional del 40% o más, parece un poco largo el tiempo que transcurre entre la interrupción de la obra y el momento en que la ANI le reconoce al concesionario la compensación especial (la ANI reconoce el pago cuando se cumple el tiempo de obra de la unidad funcional). La duda acerca de los tiempos de pago de la ANI también ocurren en el caso en que haya sobrecostos. A pesar de los problemas que aún persisten, se está trabajando en ellos. Se ha hablado, por ejemplo, de que la FDN ofrezca productos, como la garantía de liquidez que mitigue ciertos riesgos, como sobrecostos o sobre plazos en la construcción al aumentar los recursos del proyecto en el momento de tal eventualidad.

Avances en los proyectos

Actualmente se encuentran en proceso de licitación 9 proyectos, los cuales se agrupan en la llamada "primera ola" de proyectos de 4G. Entre los 9 proyectos se cuentan 4 Victorias Tempranas³ y las

3: Girardot - Pto. Salgar, Mulalo - Loboguerrero, Cartagena - Barranquilla y Briceño - Cáqueza.

Autopistas de la Prosperidad⁴. Estos proyectos tienen un valor de COP 10,2bil y una afectación de alrededor de 1200 kms (Cuadro R.2.1). Las 4 victorias tempranas se encuentran en diferentes regiones del país. Por su parte, las autopistas de la Prosperidad se encuentran concentradas en Antioquia.

Cuadro R.2.1
Listado de proyectos de la Primera Ola de 4G

Num. proyectos	Total	
	Inversión (COP bil)	kms
9. Primera ola		
Girardot-Honda-Puerto Salgar	0,85	200
Loboguerrero- Mulaló	1,13	45
Perimetral del oriente de Cundinamarca	1,08	213
Cartagena-Barranquilla Circunvalar de la prosperidad	0,96	153
Autopista conexión norte	0,95	145
Autopista al río Magdalena 2	1,33	144
Autopista conexión Pacífico 1	1,74	49
Autopista conexión Pacífico 2	0,88	98
Autopista conexión Pacífico 3	1,26	142
Total	10,2	1189

Datos actualizados con corte 8 de mayo
Fuente: ANI.

Los nueve proyectos de primera ola superaron la etapa de precalificación de los concesionarios y seis de ellos se encuentran en espera para la presentación de ofertas. Las audiencias de Girardot-Puerto Salgar, Autopista Conexión Pacífico 1 y Autopista Conexión Pacífico 2 tuvieron lugar el 11, el 15 y el 29 de abril, respectivamente. Para los dos primeros proyectos se presentaron 2 oferentes y para el tercero 1 oferente, de los 10 concesionarios que habían sido precalificados para cada uno de ellos.

En el caso de Girardot-Puerto Salgar los concesionarios que se presentaron fueron, por una parte, Mario Alberto Huertas/Constructora Meco S.A. sucursal Colombia con una participación del 75% y del 25%,

respectivamente, y, por otra parte, Infraestructura vial Puerto Salgar, con la participación de 6 compañías entre las que se encuentra una compañía local (Carlos Alberto Solarte Solarte) con una participación del 15%.

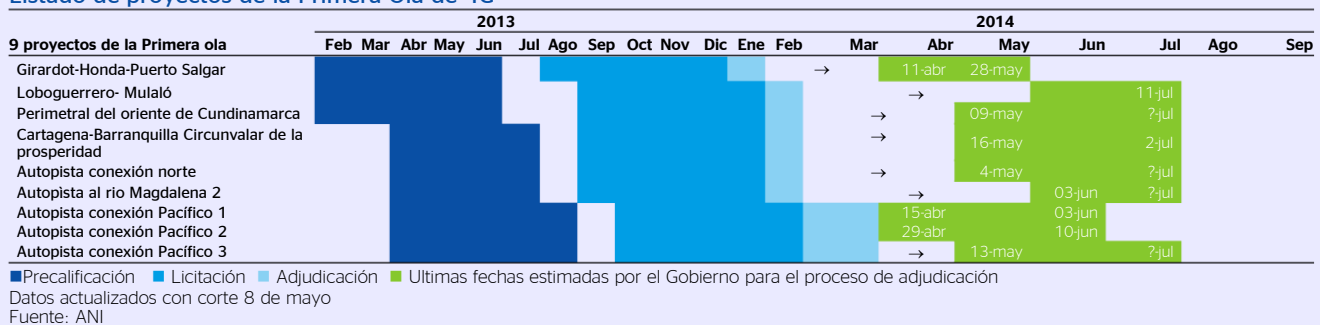
Por su parte, en la audiencia de Pacífico 1 se presentaron Autopista Conexión Pacífico 1 (conformada por Estudios y Proyectos del Sol S.A. Episol S.A.S e Iriduim Colombia Concesiones Viarias S.A.S) e Infraestructura Vial para Colombia (la misma que Infraestructura vial Puerto Salgar). Es de anotar que un mismo concesionario presentó ofertas para los dos proyectos anteriormente mencionados.

En el caso de Autopista Conexión Pacífico 2 el consorcio que se presentó fue P.S.F. Concesión La Pintada conformado por Odinsa (25% Lider), Mincivil (21%), El Condor (21%), Termotécnica (14%), ICEIN (9%) y Mota Engil (10%). Se trata de un consorcio mayoritariamente local, con gran trayectoria. A pesar de la solidez del consorcio que se presentó, no deja de ser desalentador que sólo haya habido un oferente entre los 10 concesionarios precalificados (OHL, Odinsa, Andrade Gutiérrez, Acciona, Mario Huertas, Sacyr, Odebrecht, Graña y Montero, Iridium (ACS) y KMA).

Cronograma de los proyectos

Según el cronograma inicial de ejecución de la primera ola de 4G, la adjudicación del último de los nueve proyectos debía ser en marzo, concentrándose la mayoría de las audiencias de adjudicación en febrero (Cuadro R.2.2). Sin embargo, ha habido retrasos importantes, y la mayoría de las audiencias de adjudicación se han movido para julio de 2014, tal como se muestra en el Cuadro R.2.2. En ese sentido, dependiendo del proyecto, el cronograma se atrasó entre 4 y 5 meses.

Cuadro R.2.2
Listado de proyectos de la Primera Ola de 4G



4: Conexión Norte, Río Magdalena 2, Conexión Pacífico 1, Conexión Pacífico 2 y Conexión Pacífico 3.

El cronograma de la primera ola ha sido modificado en repetidas ocasiones. El 15 de abril de 2014, se contemplaban unas audiencias de recepción de ofertas que se distanciaban en una semana la una de la otra. La sensación de que los tiempos eran muy cortos se confirmó en la medida en que fue imposible cumplir con ellos, postergándose la fecha de entrega de ofertas de Pacífico 3 (del 25 de abril al 13 de mayo) y de Magdalena 2 (de 2 de mayo al 3 de junio) (Cuadro 2). Es de resaltar que la agenda es muy exigente para la ANI, que tendría que estudiar 8 proyectos simultáneamente en junio.

4G: altamente demandante en término de recursos

El programa de 4G es demandante en términos de recursos en todos los niveles, no sólo en cuanto a la ANI que, como se mencionó antes, estará en el proceso de adjudicación de 8 proyectos al tiempo. Por lo anterior, el programa requiere movilizar recursos de diferentes fuentes. Efectivamente, el hecho de que los proyectos se sucedan con intervalos de tiempo tan cortos hace que la presión sobre los recursos sea importante. Es posible, por ejemplo, que un consorcio no pueda participar en más de 2 proyectos debido a los requerimientos de capital (equity) que esto implicaría. La presión es aún mayor si se tiene en cuenta que ha habido concesionarios precalificados que se han retirado. En ese sentido, el número de concesionarios pre calificados que pueden presentar ofertas se ha ido acortando.

Esta presión por los recursos se traduce en que es definitivo que entren la mayor cantidad de los concesionarios precalificados y que haya más fuentes de financiación, entre otros recursos. Hasta el momento han presentado ofertas exclusivamente concesionarios con participación primordialmente local. Sería deseable que participaran también los concesionarios internacionales y más deseable aún que fueran aquellos del mejor reconocimiento mundial. Para esto, se requiere perfeccionar los contratos y que se solucionen los cuellos de botella descritos anteriormente, o en su defecto, llegar a acuerdos en esos aspectos. En ese sentido, el gobierno, para mitigar la presión por los recursos, ha buscado que la financiación pueda provenir de todas las fuentes. De esta forma, para el proyecto Pacífico 2 se elevaron hasta el 50 por ciento los aportes en dólares del Gobierno al concesionario. El cambio busca reducir el riesgo de la volatilidad de tasa de cambio y es parte del esfuerzo para atraer más financiación extranjera.

En lo referente a la financiación del 4G, el esquema planteado es uno en que los concesionarios aportan el

25% (el Ministro ha anunciado que este porcentaje se bajará a 15%) de los recursos en la forma de patrimonio, y que el 75% se financia con deuda. Según estimativos sólo para la primera ola, los bancos estarían en la capacidad de aportar el 30% o más (de tomar una posición más activa en el plan de infraestructura) de los recursos de deuda necesarios para esta ola. Por su parte, según el Gobierno, la FDN movilizaría el 15% de los recursos (para ello tuvo que ampliar el límite de exposición a un solo acreedor de la FDN, de 10% a 40%). Una vez finalizada la etapa de construcción, y entrada la etapa de mantenimiento y operación, se pagaría el crédito mediante la emisión de bonos que adquieren los inversionistas institucionales, como los fondos de pensiones. Sin embargo, se ha buscado igualmente que los inversionistas institucionales puedan participar desde el inicio de los proyectos. En el caso de los fondos de pensiones, éstos pueden participar, de acuerdo con sus límites de inversión, a través de fondos de capital privado. Parece sin embargo que los recursos por concepto de la enajenación de ISAGEN (COP 5bll) serían de primordial importancia, por lo menos para la financiación de la segunda ola.

Conclusiones

La inversión en infraestructura de transporte es de primordial importancia para el aumento de la productividad y el crecimiento económico del país. Debido a lo anterior el Gobierno del Presidente Santos inició un ambicioso programa de concesiones viales, llamadas de cuarta generación (4G). A pesar de los avances institucionales y normativos, y de la mayor robustez de los contratos, los atrasos en los cronogramas han ocasionado que tan sólo uno o dos concesionarios hayan presentado ofertas en cada proyecto y que algunos de los concesionarios precalificados hayan decidido retirarse. Esta situación ha generado dudas acerca de la suficiencia de estos avances para poner en marcha un programa de la magnitud del 4G. Existe el deseo de que las cosas se sigan haciendo bien y para ello parece requerirse de menor premura de tal forma que se puedan afinar los aspectos que faltan por afinar en el contrato o que se llegue a acuerdos en esos aspectos. En todo caso, los atrasos en el cronograma de ejecución de los proyectos parecen reflejar que el cronograma de 4G lo determina el mercado y la adecuada estructuración del contrato.

4. Cuentas externas y fiscales: controladas, pero con necesidades de ajuste

El déficit en la cuenta corriente se cerrará en 2014 y 2015

Durante el primer trimestre de 2014 esperamos una desaceleración de las exportaciones por la debilidad industrial y la caída en los envíos mineros (carbón, oro y esmeraldas). Esto sucede a pesar de un tipo de cambio más devaluado y cercano a sus niveles estructurales, revelando que la problemática es principalmente del lado de la oferta y no de la demanda. Por esta razón, hemos decidido incrementar nuestra expectativa del déficit en cuenta corriente con respecto a lo estimado hace tres meses (3,0% del PIB), aunque mantenemos una tendencia de reducción en el mediano plazo.

Con este ajuste, el déficit en cuenta corriente se ubicaría en 3,2% del PIB en 2014, comparado al 3,4% que registró en 2013. La leve mejora estaría sustentada por una mayor demanda externa (principalmente en el segundo semestre de 2014), la recuperación de las exportaciones de carbón a partir de abril, los bajos envíos de dividendos al exterior y las menores importaciones por la elasticidad que tienen a la devaluación de la moneda. Estos factores más que compensan el menor precio de los *commodities* en 2014 y las restricciones de oferta (exportaciones de carbón) al inicio del año.

La IED continuará siendo la principal fuente de financiamiento del déficit en cuenta corriente en los próximos años. Sin embargo, como decíamos en la segunda sección de esta publicación, también esperamos unas entradas récord de inversión de portafolio, lo cual hará necesario la continua acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República. Nuestras estimaciones sugieren que las reservas aumentarán en más de USD 5.000 millones este año.

Para 2015, anticipamos un déficit menor en cuenta corriente (de 2,9% del PIB), a pesar de un fuerte incremento de las importaciones. El mejor resultado será impulsado por la recuperación de las exportaciones industriales, el bajo crecimiento de los envíos de dividendos al exterior y el incremento de las remesas de los trabajadores desde el exterior ante la recuperación global.

Finalmente, buena parte de la expansión que esperamos de la economía se sustenta en una mayor inversión, lo cual ayudará a mejorar aún más el balance de la cuenta corriente en el mediano plazo. Según nuestro escenario de crecimiento, esto debería suceder en mayor medida a partir del segundo semestre de 2014.

Cuentas fiscales en línea con déficit estructural de 2,3%

En 2013 Colombia cumplió con la meta de déficit estructural decreciente impuesta por la regla fiscal. Para 2014, esperamos que el gobierno termine con un déficit de 2,3% del PIB, conforme al mandato de esta regla. No obstante, como mencionábamos en enero, es de esperar que para 2014 las cuentas fiscales estén bastante ajustadas por el menor recaudo del impuesto a la renta. El Plan Financiero de febrero de 2014 –PF14– refleja esta situación, con unas cuotas de renta inferiores en COP 4 billones con respecto a lo proyectado por el Gobierno en el Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) de junio, pasando de \$18,8 a \$14,9 bln. En consecuencia, y con un déficit de 2,3% en 2014, las proyecciones del Gobierno para este año muestran un fuerte ajuste del gasto en transferencias del Gobierno Nacional Central (GNC) con respecto a lo proyectado en junio, en lo concerniente al CREE, a pensiones y a otras transferencias (comprenden primordialmente el gasto por concepto de la unificación del Plan Obligatorio de Salud entre el régimen contributivo y el subsidiado).

Por lo anterior parece no haber, en el corto plazo, espacio para reducciones adicionales en el gasto en funcionamiento. En este escenario, la variable de gasto más flexible es la inversión y

de hecho el MFMP de junio la usó como variable de ajuste, con niveles de alrededor del 2% del PIB entre 2014-2018 (frente a niveles observados de 3% del PIB y de 2,9% del PIB en 2012 y 2013, respectivamente). Sin embargo, utilizar la inversión como variable de ajuste no parece plausible si se tiene en cuenta que el país se encuentra actualmente comprometido con un ambicioso plan de inversión vial el cual demanda recursos importantes. De hecho, sin haber iniciado lo grueso de la inversión del plan 4G, las últimas proyecciones del Gobierno, muestran un gasto en inversión para 2014 de 2,9% del PIB (vs el 2% que habían anunciado en junio - es de anotar que parte de este aumento se financió con la reforma para mantener vigente el 4x1000 que se tramitó en 2013).

Dada la inflexibilidad del gasto a la baja y la meta decreciente de déficit para 2015, impuesto por la regla fiscal, es imprescindible tramitar una reforma tributaria que permita reemplazar los ingresos que se van a dejar de percibir a partir de 2015 por el 4x1000 (la tarifa pasará de 4x1000 a 2x1000 en 2015 - Ley 1694 de 2013) y el impuesto al patrimonio. Adicionalmente, dado que se está considerando una senda de precios del petróleo menores a los de enero, los ingresos por este concepto amortiguarán en menor medida la reducción de los ingresos por concepto de los impuestos antes mencionados (el Gobierno, por su parte registra precios del petróleo de USD100 por barril en el presupuesto). Es de anotar que el mayor impacto de la reducción de los precios del petróleo sobre los ingresos tributarios no se producen el año mismo en que se empiezan a reducir los precios (2014) sino a partir del 2015, ya que los ingresos por dividendos del Gobierno del año en curso se determinan primordialmente el año precedente.

Según nuestros estimativos, la reforma, que se debería estar tramitando al inicio del nuevo gobierno, deberá aumentar el recaudo entre 1% y 1,3% del PIB si se pretende simplemente reemplazar los ingresos que se dejarán de percibir por concepto del 4x1000 y del patrimonio. El 1,3% del PIB alcanzaría para cubrir el desmonte total de 4x1000 en 2018.

Si bien la lucha contra la informalidad ha sido emblemática en el Gobierno de Santos, la tentación por mantener el 4x1000 en su nivel actual persiste, a pesar de que dicho impuesto incentiva el uso del efectivo, promueve la informalidad y va en detrimento de la inclusión financiera y de la inclusión social. Las ventajas son, sin embargo, que se trata de un impuesto de fácil recaudo, fácil administración para el Gobierno y baja oposición política, a juzgar por la agilidad con la que se pospuso su desmonte en 2014. Ya existen, por lo tanto, precedentes en ese sentido en el mandato de Santos, y en el caso del candidato del Centro Democrático a las presidenciales 2014, éste ha mostrado alguna inclinación hacia no desmontar el 4x1000.

El impuesto al patrimonio se introdujo de manera transitoria en 2002 y se justificó en la crisis de seguridad que vivía el país. Se trata de un impuesto que se establece en momentos de crisis porque a pesar de ser un impuesto directo y en ese sentido ser progresivo, grava la riqueza, la cual ya se gravó al momento en que se fue constituyendo y recae en su mayoría en las empresas, gravando la inversión y la acumulación de capital (Salazar, 2013).

Creemos que las alternativas de reforma tributaria se deberían estudiar no sólo desde una perspectiva de recaudo y de facilidad de trámite sino también en términos de equidad y eficiencia. Por ejemplo, una alternativa al 4x1000 en términos de recaudo, equidad y de menores efectos sobre la informalidad, es gravar los dividendos, que en Colombia se encuentran exentos. Es claro, sin embargo, que la economía política de este tipo de reformas puede ser más compleja que la de perpetuar el 4x1000.

Referencias

Olivera, M. Pachón, M. y G. Perry (2010), The Political Economy of Fiscal Reform: The Case of Colombia, 1986-2006, IDB Working Paper Series, 181.

Salazar, N (2014), Colombia: Consideraciones de Economía política sobre el proceso de reformas tributarias. CIEPLAN, Caminos para la Reforma , Estrategia política de un acuerdo fiscal, 2013.

5. Inflación en 2014 y 2015 con tendencia al alza pero dentro del rango meta

Choques de oferta aumentaron la inflación del primer trimestre

En lo corrido del año, el comportamiento de la inflación ha estado dominado por la evolución de los precios de los alimentos, los cuales han presentados alzas sostenidas, con variaciones anuales de 1,2%, 1,8%, 2,2% y 2,4% en los cuatro primeros meses de 2014, superando nuestras estimaciones. El precio de los regulados (especialmente el costo de los servicios públicos), también ha impulsado la inflación de los últimos meses, aunque con menor fuerza. Esta dinámica, llevó a que la inflación de abril se ubicara en 2,72% a/a, la variación anual más alta de los últimos 17 meses, elevando así nuestro pronóstico de inflación para 2014.

El componente subyacente de la inflación (indicador que está más vinculado con factores de demanda) ha venido aumentando a tasas importantes en 2014, conforme con una mayor actividad económica. En todos los trimestres del año pasado, la media de nuestros indicadores de inflación subyacente promedió menos del 2,5%: 2.43% en el 1T13, 2.38% en el 2T13, 2.45% en el 3T13, y 2.39% en el 4T13, marcando un mínimo histórico en el crecimiento anual de este indicador para el cierre de 2013 (2,4%). En enero, la inflación subyacente rompió la inercia de 2013, y ha venido creciendo paulatinamente logrando un crecimiento promedio de 2,61% en lo corrido del año hasta abril. Estos datos muestran que la demanda de la economía viene en aumento y ratifican los resultados positivos que hasta el momento han mostrado la mayoría de indicadores económicos. Recordemos, que en el transcurso del año pasado, debido al menor precio de alimentos y a la reforma tributaria que redujo el precio para algunos bienes y servicios, la inflación terminó por debajo del rango meta del banco, y registró en todo 2013 un crecimiento menor al del componente subyacente. En 2014 este patrón se está rompiendo, y en abril, la inflación total y su componente subyacente crecieron a tasas similares.

Por otro lado, la inflación de transables, que participa con 26% en el IPC, se ha acelerado en los últimos meses impulsada principalmente por la devaluación del tipo de cambio. En abril este grupo de bienes registró un variación anual de 1,83% a/a, 85 pbs por encima de su registro un año atrás, alcanzando su variación más alta desde finales de 2009. A pesar de la devaluación del último año, este componente no ha ejercido mayor presión a la inflación debido a sus bajas tasas de crecimiento. Dado que no esperamos cambios significativos en el tipo de cambio para lo que resta del año, este componente, si no hay aumentos fuertes en el precio de algunos cereales, no debería crecer a tasas diferentes a las registradas en abril.

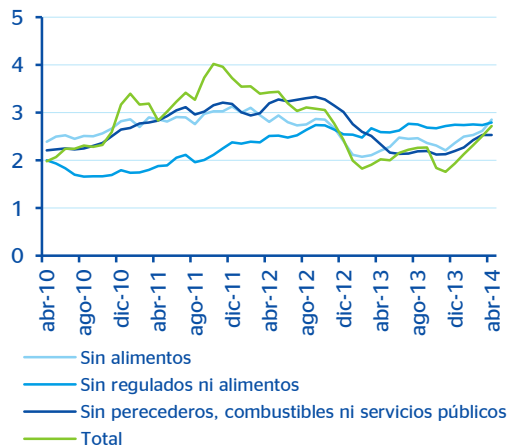
Inflación se ubicará ligeramente por encima del punto medio del rango meta

Debido a los choques de oferta descritos anteriormente, hemos subimos el pronóstico de inflación a 3,4% para diciembre de 2014, lo que representa un aumento en 50pb respecto al pronóstico que teníamos hace 3 meses. Con este cambio, la inflación para fin de año se ubicaría ligeramente por encima del punto medio del rango meta (2% - 4%).

Para los próximos meses esperamos variaciones anuales alrededor del 3,0%, las cuales aumentarán en el último trimestre por el efecto base que creó la caída del precio de los alimentos en el 4T13, y que llevarán a que 2014 termine con una inflación de 3,4%. No obstante, existen algunos riesgos que podrían llevar a que la inflación se ubique por encima de nuestros pronósticos. Por un lado, hay un riesgo latente relacionado con el conflicto en Ucrania, el cual, si escalara, podría traducirse en alzas en los precios del maíz y del trigo, productos en los cuales, Colombia es un importador neto. Por otro lado, la probabilidad de un

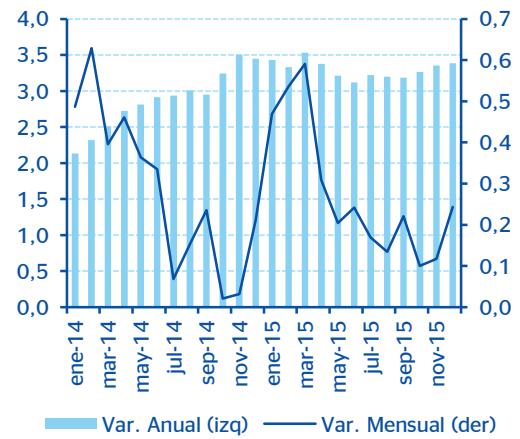
Fenómeno del Niño para 2014 ha aumentado en los últimos días. De acuerdo a las declaraciones del director del IDEAM (el instituto meteorológico del país), Colombia podría sentir sus impactos entre el último trimestre de 2014 y el primero de 2015. No obstante, además de que aún no existen indicios de cuál sería la magnitud del evento, el director del IDEAM sostiene que el fenómeno podría “consolidarse o, también, desacoplarse”. Vale la pena resaltar, que ninguno de estos eventos llevaría a que la inflación se ubique por encima del rango meta.

Gráfico 5.1
Inflación total y medidas de inflación básica, variación anual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 5.2
Proyección de la inflación anual y mensual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Inflación en 2015 con un ajuste ligero al alza

En 2015 esperamos que la inflación se mantenga en la mitad del rango meta del Banco de la República con una inflación promedio de 3,3% y un cierre de 3,4%, lo que representa un aumento en 30pbs frente a nuestro último pronóstico (3,1%). Aunque reducimos el pronóstico de crecimiento de 2015 de 5,1% a 4,8%, el crecimiento de consumo se mantiene prácticamente inalterado. El aumento en las tasas de interés iniciado por el Banco de la República en abril, ayudará a soportar la presión de demanda que acompaña el cierre de la brecha del producto, el cual, esperamos, se dé a principios 2015.

6. Política monetaria será menos expansiva en 2014 y neutral al final de 2015

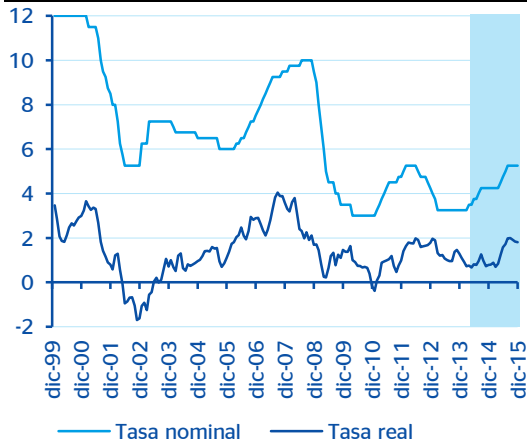
El Banco de la República aumentó en 25 puntos básicos la tasa de intervención hasta 3,50% en la reunión de finales de abril, iniciando así la senda de normalización de las condiciones monetarias del país. Este cambio de postura refleja la solidez de la economía colombiana y el robusto desempeño de la actividad observado desde la segunda mitad de 2013. La mayoría del mercado anticipaba un inicio en la normalización de las condiciones monetarias a partir de finales del segundo trimestre del año.

Los factores que sustentaron el incremento en la tasa de intervención fueron cuatro. Primero, la aceleración de la inflación durante los últimos cuatro meses a un ritmo superior al esperado, lo que llevó a una disminución mayor en las tasas de interés reales (gráfica 25). Segundo, bajas y decrecientes tasas de desempleo de la mano de un crecimiento robusto del consumo interno, alcanzado mínimos para la historia reciente del país (últimos 25 años). Tercero, las mayores tasas de crecimiento de las medidas de inflación básica, las cuales habían permanecido estables durante 2013. Cuarto, aumentos graduales en las tasas de intervención, tal que se reduzca la probabilidad de incrementos más acentuados en la tasa de intervención hacia adelante.

Durante el año esperamos tres aumentos adicionales en la tasa de intervención (75 pb adicionales), en la medida que la inflación converja hacia la meta de largo plazo (3,0%) y el crecimiento conserve su dinamismo. Sin embargo, hemos ajustado la senda de la tasa de intervención. La nueva senda presenta recesos en los aumentos en la tasa de intervención durante los meses de mayo y julio, hasta alcanzar una tasa de intervención de 4,25% luego de la reunión del Banco de la República de septiembre. A partir de este mes, esperamos un receso prolongado en los incrementos de tasa hasta el 2015, de la mano de un crecimiento económico menos dinámico en la segunda mitad de 2014.

En 2015, el favorable crecimiento económico y el inicio de la fase de construcción de las concesiones de infraestructura a partir de la segunda mitad del año, hacen prever la necesidad de un incremento adicional de 100pb durante el año. La tasa de intervención terminaría 2015 en 5,25%, una tasa de interés considerada como neutral por BBVA Research, lo que implica que las condiciones monetarias del país no estarían impulsando ni limitando el dinamismo del crecimiento económico.

Gráfico 6.1
Tasa de interés de intervención nominal y real, %



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 6.2
Compras diarias de dólares del Banco de la República y tasa de cambio nominal, millones de dólares y pesos por dólar



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Acumulación de reservas internacionales continuará a un ritmo de USD 1.000 millones por trimestre durante 2014

Por último, esperamos que la acumulación de reservas internacionales por parte del Banco de la República durante el año continúe al mismo ritmo observado durante lo corrido del año (gráfica 26). Esto implica que se acumularán hasta USD 1.000 millones por trimestre durante el año, para una posible acumulación total de USD 4.000 millones. Esta política obedece a varios factores. En el frente externo, el anticipado mayor ingreso de capitales al país derivado del anuncio de JP Morgan de aumentar la ponderación de Colombia, aumenta la vulnerabilidad macroeconómica del país. Adicionalmente, la vulnerabilidad de algunas economías emergentes se ha acentuado, lo que aumenta la probabilidad de un posible contagio, aunque continúa siendo baja para Colombia. En el frente interno, el esperado crecimiento del PIB hace necesario un mayor nivel de reservas internacionales para no disminuir su capacidad de cobertura ante choques externos. Finalmente, la revaluación reciente de la moneda ha reducido un componente del costo de la acumulación de reservas, el precio de compra del dólar para el Banco de la República. El aumento de la vulnerabilidad latente, el crecimiento de la economía, la reducción del costo del aseguramiento (compra de reservas internacionales), hace sensato la continuación del proceso de acumulación de reservas internacionales.

Sin embargo, la intención del banco central de normalizar las condiciones monetarias del país, requerirá de la esterilización de la compra de dólares por medio de la venta de bonos del tesoro o la emisión de títulos de control monetario. Esto puede incrementar las pérdidas del Banco de la República durante 2014 y modificar el cálculo de los costos y beneficios obtenidos por los mayores niveles de reservas internacionales.

7. Tablas

Tabla 7.1
Previsiones macroeconómicas anuales

	2012	2013	2014	2015
PIB (% a/a)	4,2	4,3	4,7	4,8
Consumo Privado (% a/a)	4,7	4,5	4,7	4,8
Consumo Público (% a/a)	5,1	6,0	4,1	3,6
Inversión Fija (% a/a)	7,6	5,7	5,9	6,3
Inflación (% a/a, fdp)	2,4	1,9	3,4	3,4
Inflación (% a/a, promedio)	3,4	3,2	2,9	3,3
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1.767	1.930	1.960	1.980
Devaluación (vs. USD, fdp)	-8,8%	9,2%	1,6%	1,0%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	1.797	1.869	1.955	1.977
Devaluación (vs. USD, prom.)	-2,7%	4,0%	4,6%	1,1%
Tasa de Interés BanRep (% fdp)	4,25	3,25	4,25	5,25
Tasa de interés DTF (% fdp)	5,22	4,06	4,63	5,58
Tasa de desempleo (% fdp)	10,40	10,22	10,32	10,12
Balance Fiscal (% PIB)	-2,3	-2,4	-2,3	-2,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-3,4	-3,2	-2,9

Fuente: DANE, Banco de la República, Ministerio de Hacienda y BBVA Research Colombia

Tabla 7.2
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
T1 12	6,1	3,4	1.766,3	5,25
T2 12	5,2	3,2	1.792,6	5,25
T3 12	2,5	3,1	1.803,2	4,75
T4 12	2,6	2,4	1.793,9	4,25
T1 13	2,6	1,9	1.809,9	3,25
T2 13	4,0	2,2	1.909,5	3,25
T3 13	5,4	2,3	1.919,4	3,25
T4 13	4,9	1,9	1.934,1	3,25
T1 14	5,3	2,5	2.022,2	3,25
T2 14	4,9	2,9	1.900,0	3,75
T3 14	4,5	3,0	1.945,0	4,25
T4 14	4,2	3,4	1.960,0	4,25
T1 15	4,1	3,1	1.969,0	4,25
T2 15	3,9	3,1	1.977,0	4,75
T3 15	5,1	3,2	1.987,0	5,25
T4 15	6,1	3,4	1.980,0	5,25

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: [www.bbva.com / Gobierno Corporativo](http://www.bbva.com/GobiernoCorporativo)".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:

Economista Jefe de Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Fabián García
fabianmauricio.garcia@bbva.com

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

Santiago Muñoz
santiago.munoz.trujillo@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

Sara Gamboa
saramilena.gamboa@bbva.com

Vanessa Ocampo
vanessa.ocampo@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis transversal de Economías Emergentes
Álvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia
Xia Le
xia.le@bbva.com.hk

México
Carlos Serrano
carlos.serrano@bbva.com

Coordinación Latam
Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Argentina
Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile
Jorge Selaive
jselaive@bbva.com

Colombia
Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú
Hugo Perea
hperea@bbva.com

Venezuela
Oswaldo López
oswald_lopez@bbva.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech
r.domenech@bbva.com

España
Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa
Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos
Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos
Julián Cubero
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros
Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos
Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros
Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones
David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas
María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución
José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global
Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Colombia
Carrera 9 No 72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 11448
E-mail: bbvaresearch_colombia@bbva.com
www.bbvaresearch.com