

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Colombia

2T18

Unidad de Colombia

Abril 2018

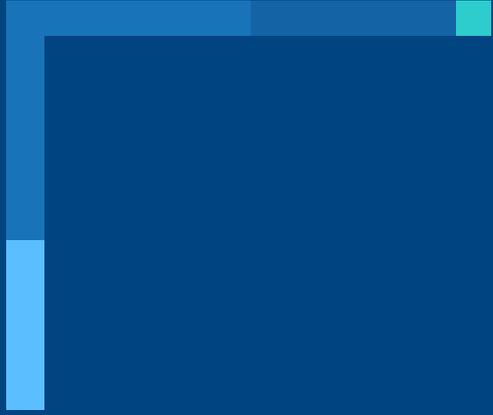
Creando Oportunidades

Mensajes clave

- El crecimiento global se mantiene robusto, pero aumenta la incertidumbre. El estímulo fiscal de EE.UU. puede apoyar el avance también en otras áreas, pero las medidas proteccionistas suponen un riesgo
- La recuperación de la actividad económica se sustentará en la actividad privada. Las condiciones más favorables para la inversión y el consumo de los hogares permitirán una recuperación paulatina a lo largo de 2018 y en 2019 en los hombros del sector privado. Para 2018 el PIB crecería 2,0% mientras que para 2019 crecería 3,0%, todavía por debajo del crecimiento potencial de 3,3% en el mediano plazo.
- En 2018 se rompe la inercia inflacionaria y la inflación converge a la meta, 3,1% al cierre de 2018. La ausencia de choques alcistas en precios como los vividos en los últimos años, de la mano de una demanda aun débil, permitirán que la inflación se ajuste en el primer semestre a la meta y que la inflación básica cierre 2018 en torno a la meta luego de 3 años de incumplimientos. El Banco Central tendrá espacio de reducir la tasa de política hasta el 4,0% en el segundo trimestre. Ello para mantener la tasa de política real ligeramente expansiva.
- El déficit en cuenta corriente se ha reducido, tendiendo una base más sólida para la recuperación económica. El déficit en cuenta corriente se ubicará en 2,7% en 2018 y ligeramente por encima en 2019 gracias en parte a la recuperación de los precios del crudo. Por su parte, el déficit fiscal se ubicaría en 2018 en 3,1% del PIB. Para 2019 se requeriría de una política fiscal activa para lograr el cumplimiento de la regla fiscal.
- Anticipamos un crecimiento potencial en torno al 3,3% menor que el registrado en los últimos años. Las fuentes de crecimiento se están agotando, con una tasa de inversión elevada y mayor a la media de la OCDE y un bono demográfico marchitándose, la economía requiere de una transformación hacia el impulso de la productividad para lograr mejorar este crecimiento en el mediano plazo y con ello lograr afianzar las ganancias sociales alcanzadas.

Índice

- 01** Contexto global
- 02** Recuperación con más gasto privado
- 03** Inflación controlada, menores tasas de interés
- 04** Balances macroeconómicos ajustándose
- 05** Crecimiento de mediano plazo



01

Contexto global

Crecimiento global robusto, pero mayor incertidumbre

01

El ritmo de expansión global continúa...

...gracias a la recuperación de la inversión y del comercio

02

Las políticas económicas alargan la recuperación cíclica

El impuesto fiscal de EE.UU. puede apoyar al resto de áreas

03

Mayor volatilidad financiera

El inusual entorno de baja volatilidad ha quedado atrás

04

Normalización de la política monetaria de los bancos centrales algo más rápida de lo previsto en la Fed, mientras que el BCE ya ha dado los primeros pasos

05

Efecto incierto de las medidas proteccionistas de EE.UU.

El efecto directo de lo ya aprobado no es muy grande, pero puede presagiar medidas más agresivas

06

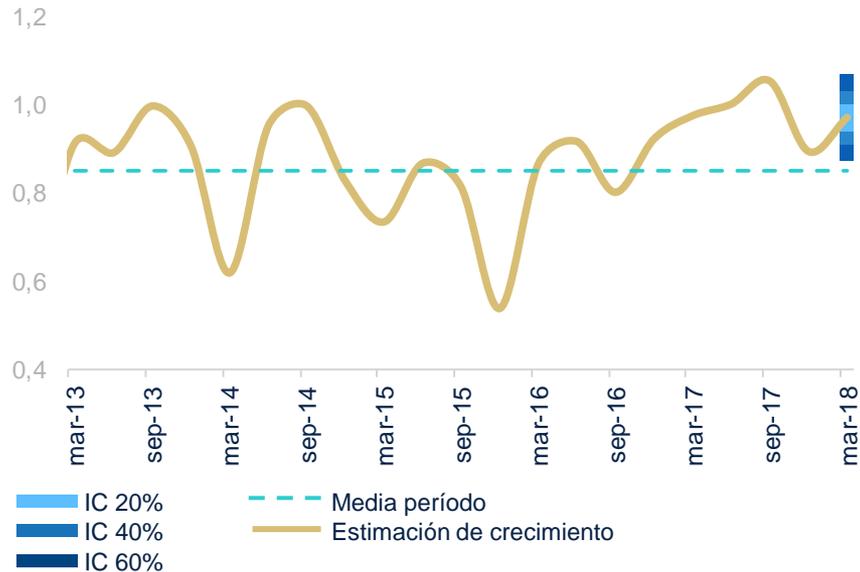
Riesgos globales

Aumentan en el corto plazo por una posible escalada de las medidas proteccionistas

Crecimiento global robusto

Crecimiento del PIB mundial

(Previsiones basadas en BBVA-GAIN, % t/t)

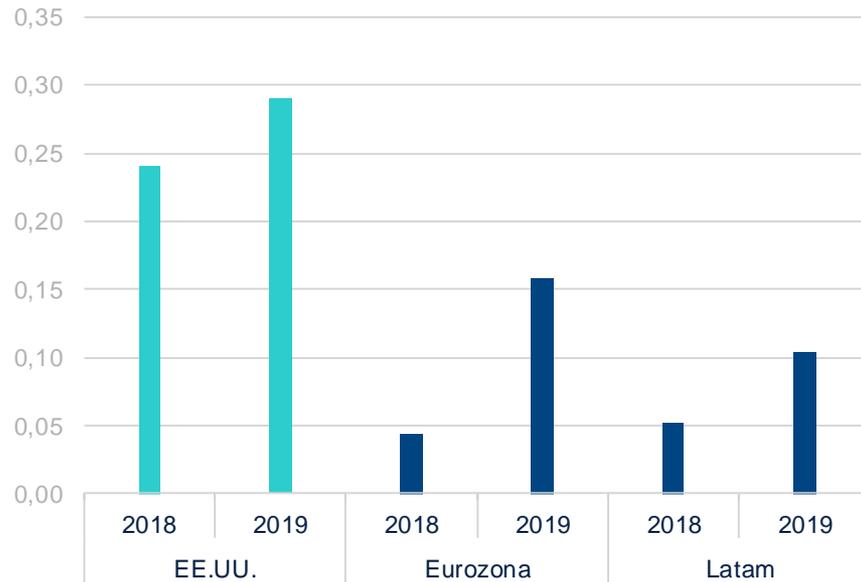


- El crecimiento mundial continúa, apoyado en la recuperación de la inversión y del comercio
- El consumo privado se atenúa, pero sigue siendo un factor positivo para las economías avanzadas y gana impulso en las emergentes
- Los indicadores de confianza se mantienen en niveles altos, pero muestran señales de moderación

El mayor crecimiento en EE.UU. puede apoyar el avance en otras áreas

Impacto del estímulo fiscal en EE.UU. sobre el crecimiento

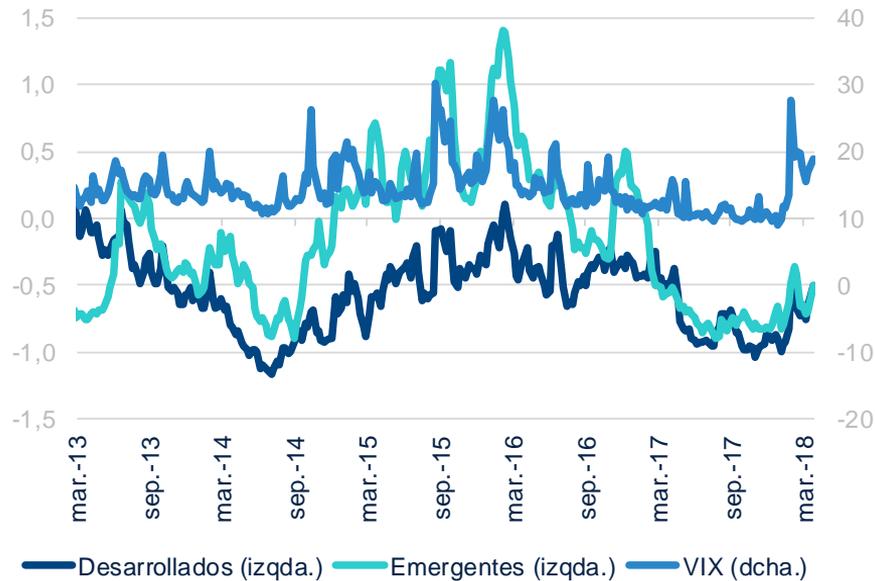
(pp)



- El efecto más significativo se observaría en 2019, sobre todo en la zona euro
- Este apoyo compensaría algunos vientos de cara en otras áreas (incertidumbre política en América Latina o aumento de la volatilidad global)
- La debilidad del dólar podría atenuar el impacto positivo del incremento de la demanda de EE.UU.

Las tensiones financieras empiezan a reflejar un entorno menos complaciente

VIX e Indicador BBVA de tensiones financieras (%)



- El temor a un repunte de la inflación (EE.UU.) y el anuncio de medidas proteccionistas ha provocado un aumento de la volatilidad y corrección de las bolsas
- El efecto contagio está siendo limitado pero todo dependerá de la persistencia del actual choque
- Es poco probable que los mercados sean tan complacientes con la incertidumbre como en 2017

Las condiciones financieras serán menos acomodaticias

Condiciones financieras globales*

(% y variación en MM de dólares)

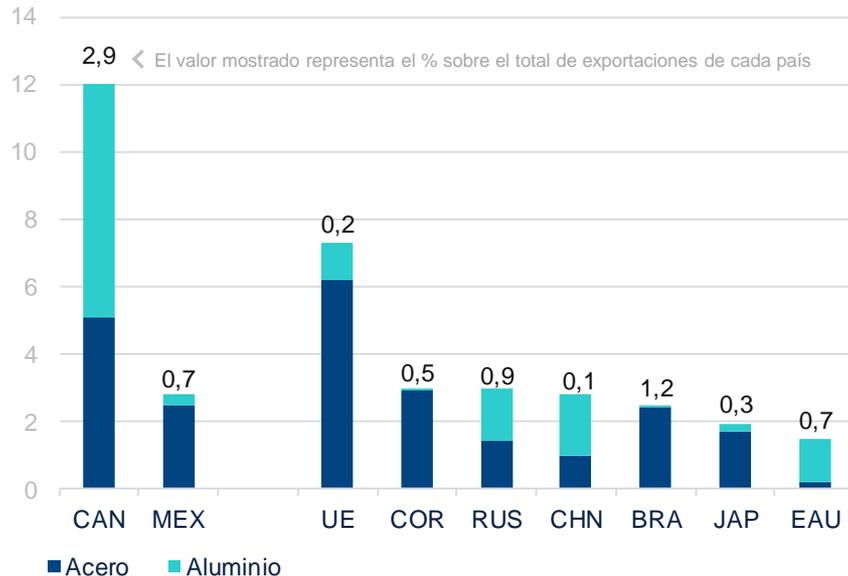


- En un contexto en el que los **bancos centrales reducirán sus balances** y los tipos de interés suben gradualmente...
- ...los **shocks de volatilidad pueden ser más frecuentes y persistentes**
- **Posición más cauta de los inversores**

(*) Tipos de interés a corto y largo plazo, rendimiento medio bono alemán y americano a 3 meses y 10 años. Incluye los activos en los balances de la Fed, BCE, BoE y BoJ
Fuente: BBVA Research, Fed, BCE, BoE y BoJ

El riesgo de escalada proteccionista genera incertidumbre sobre la economía global

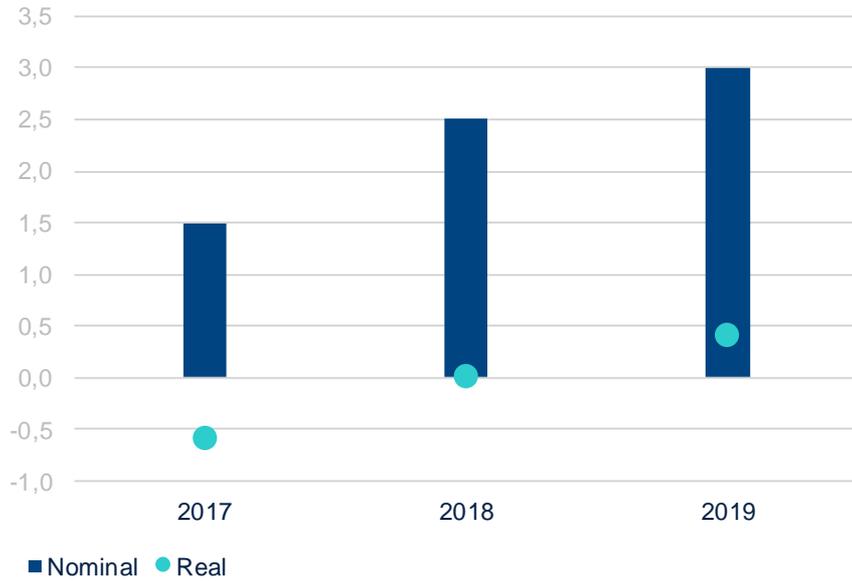
EE.UU.: Importaciones de acero y aluminio y peso sobre total exportaciones de cada país (MM de dólares, % total exportaciones)



- Los aranceles sobre el acero y aluminio de EE.UU. tienen un impacto directo pequeño:
 - Sólo representan una parte pequeña del total de las exportaciones
 - Exención para muchos países hasta mayo
 - El mayor impacto negativo puede venir de los efectos indirectos y de la posible reacción de los países afectados
- La subida de aranceles mutua entre EE.UU. y China (25%):
 - Tienen un impacto mayor: 38% exportaciones a China (3% del total) y 11% de las exportaciones a EE.UU. (2% del total)
 - Pueden ser solamente el principio de una escalada mayor

Las subidas de tipos de la Fed se aceleran por el mayor dinamismo económico

EE.UU.: Tipo de interés de intervención (%)



- La Fed subirá los tipos en 75 puntos básicos más este año y otros 50 en 2019
- Las condiciones monetarias seguirán siendo laxas, con los tipos de interés reales próximos a cero

El BCE está avanzando en la salida del QE sin generar tensiones

QE



En 2018 se pondrá fin al QE

Compras mensuales de activos
(30 MM de euros) hasta septiembre

Reducción de compras entre
septiembre y diciembre

Tipos



Conforme nos aproximamos al fin del QE, **el foco se desplaza a las subidas de tipos:** cuándo empiezan y a qué ritmo

Pero el BCE seguirá presente en el mercado de deuda: reinversión de vencimientos

El reto para el BCE es **guiar las expectativas** de tipos (*forward guidance*)

Elementos clave en la salida:



Tipos largos y
primas de riesgo

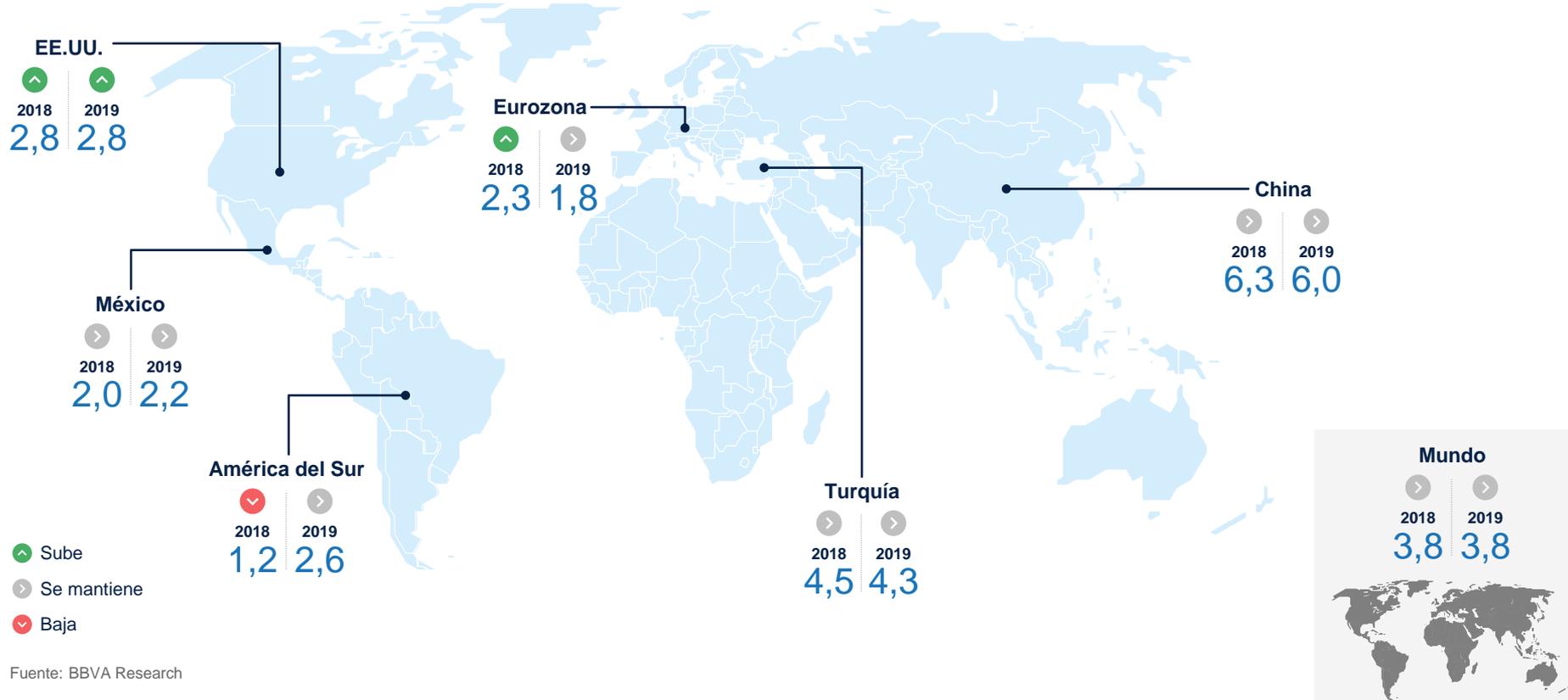


Tipo de cambio
(Euro)



Expectativas de
subidas de tipos

Revisión al alza en EE.UU. y a la baja en América del Sur



Riesgos globales: Crecientes en el corto plazo y focalizados en EE.UU.



CHINA

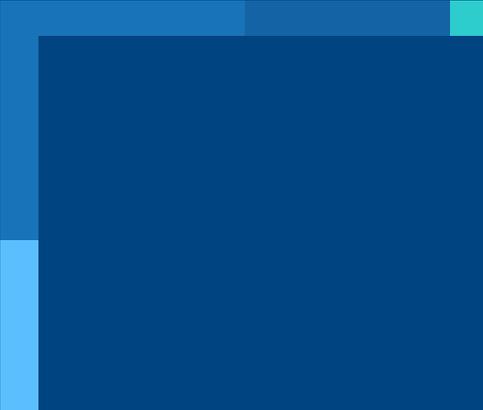
- Contención de los riesgos ligados al elevado apalancamiento en el corto plazo y a la desaceleración económica
- Potencial efecto negativo de un aumento del proteccionismo

EE.UU.

- Los anuncios recientes incrementan el riesgo de proteccionismo
- La controversia política aún es elevada pese a los estímulos fiscales
- Signos de sobrevaloración de algunos activos financieros
- Riesgos asociados a la salida de la Fed (subidas agresivas de tipos ante un aumento transitorio de la inflación) y su impacto en el mercado de bonos

EUROZONA

- Aumento de la incertidumbre política tras las elecciones en Italia
 - Italia: incertidumbre sobre la formación del nuevo gobierno. Riesgo de una política que dificulte el proyecto europeo
 - *Brexit*: dudas sobre la futura relación comercial
- Gestión de la normalización de la política monetaria



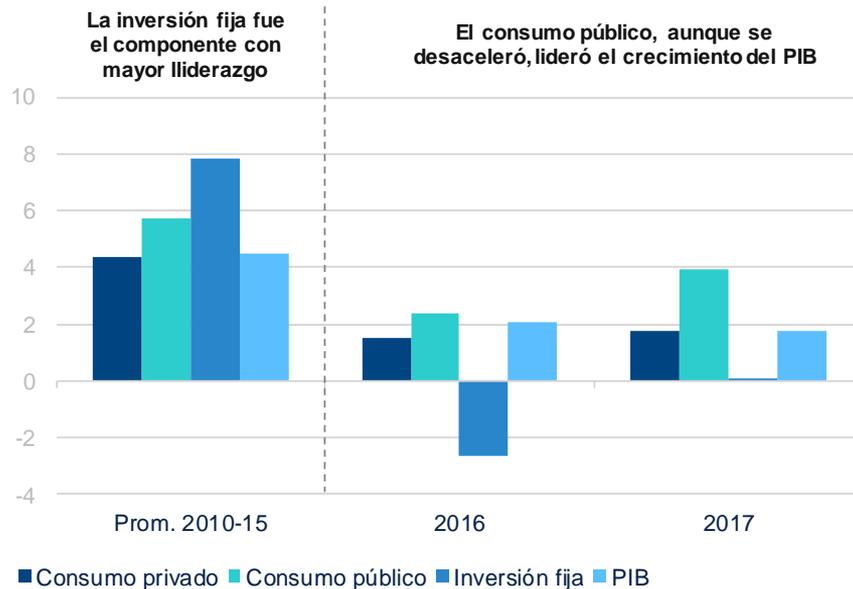
02

**Recuperación con
más gasto privado**

En 2017, la economía creció 1,8% con un impulso importante del gasto público

Componentes del PIB (sin demanda externa)

(Variaciones anuales, %)

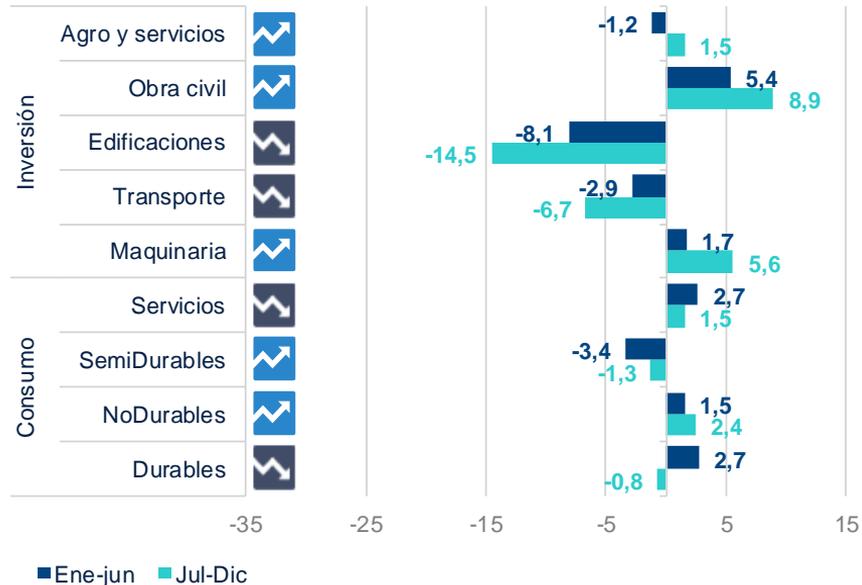


- En la primera parte de esta década, la **inversión** desempeñó el papel principal en la aceleración del PIB, sin embargo en los últimos años, luego del choque petrolero, se ha rezagado su aporte
- Lo que llevó a que entre 2016 y 2017 el impulso al PIB proviniera principalmente del **gasto público**

A finales de 2017, algunos componentes de la demanda privada empezaron a mostrar un mejor comportamiento

Componentes de consumo e inversión (en el PIB)

(Variaciones anuales del acumulado semestral, %)

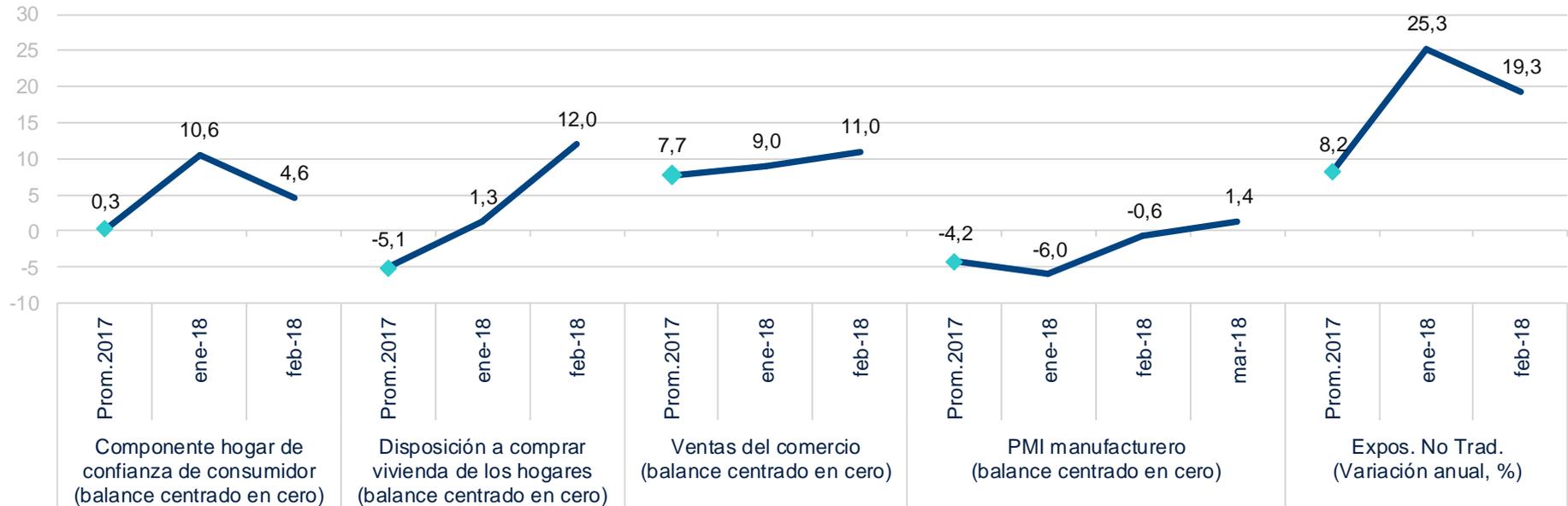


- El gasto de las empresas en maquinaria se aceleró, porque posiblemente esperan un incremento en la demanda
- Los hogares aumentaron primero el consumo de bienes básicos (no durables y semi-durables), lo cual es característico en los ciclos de recuperación, en donde los otros tipos de consumo tienen algún rezago al alza

Algunos indicadores líderes muestran que la recuperación del gasto privado continúa en 2018

Indicadores líderes de gasto privado

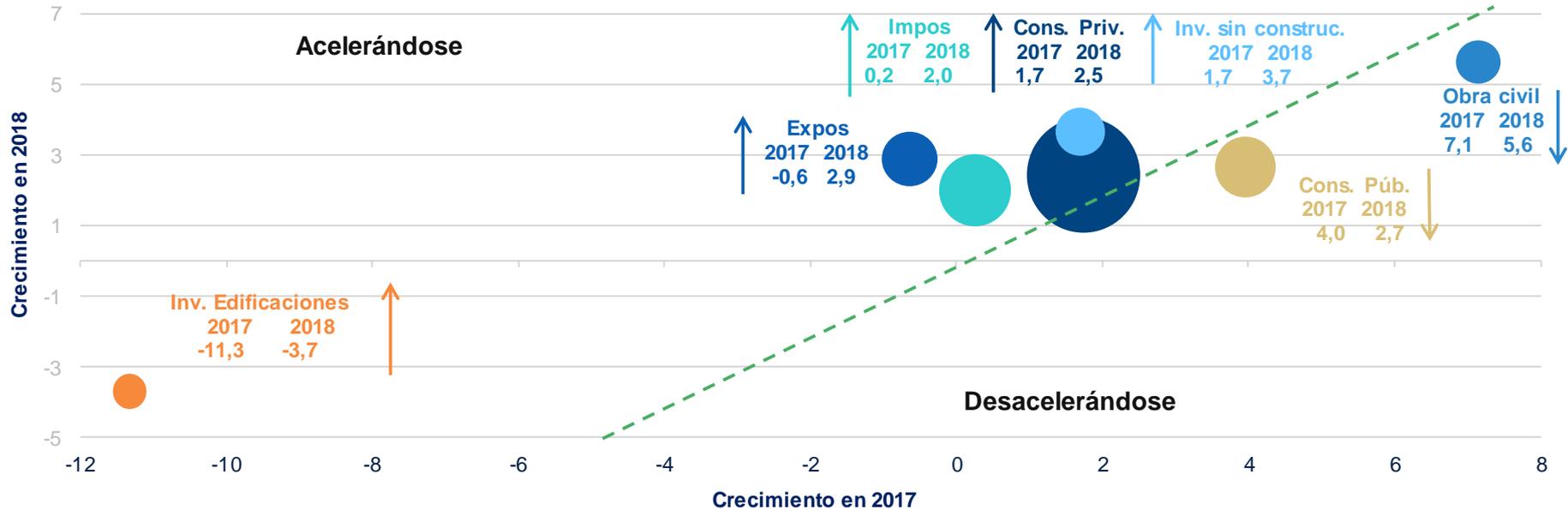
(Balance de respuestas y variación anual, %)



Así, nuestras previsiones incluyen una aceleración del gasto privado en 2018...

Previsiones de crecimiento por componentes de la demanda

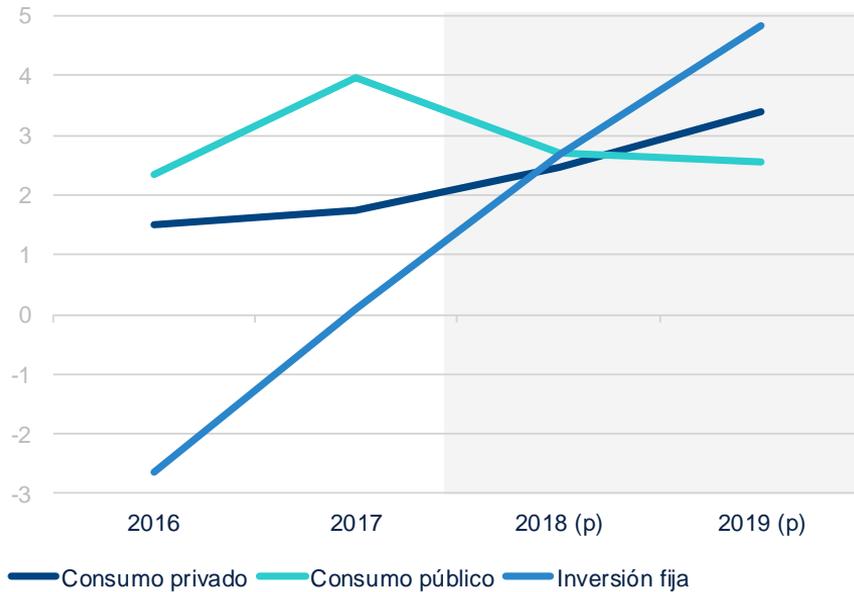
(Los números debajo del año en cada componente corresponden a su crecimiento anual. Tamaño de círculo indica peso en el PIB)



...que continuaría en 2019 gracias a una notable aceleración de la inversión y el consumo de bienes durables

Consumo e inversión

(Variaciones anuales, %)



- El regreso a terreno de crecimiento positivo del sector de edificaciones en 2019 será muy importante para impulsar la inversión al alza
- El consumo privado continuará acelerándose en 2019 a partir del buen comportamiento del gasto en bienes durables (tasa de interés e inflación bajas, alta elasticidad al ciclo económico) y del sector servicios (devaluación del tipo de cambio, incremento en los salarios reales)

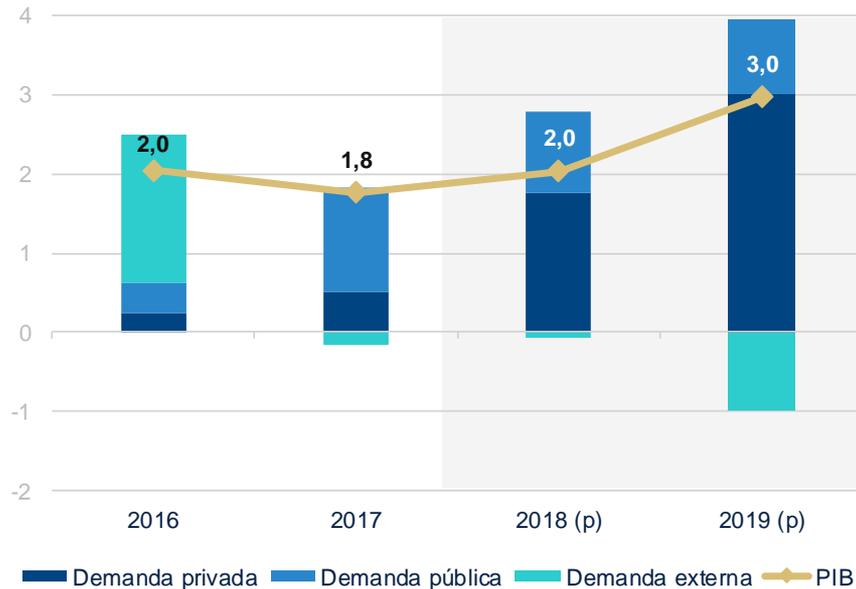
(p) Previsión

Fuente: Previsiones de BBVA Research y datos observados del DANE

Con ello, la demanda privada volvería a ganar protagonismo en el PIB en 2018 y 2019

Contribución a crecimiento por tipo de demanda

(Contribuciones a las variaciones anuales, %)



(p) Previsión

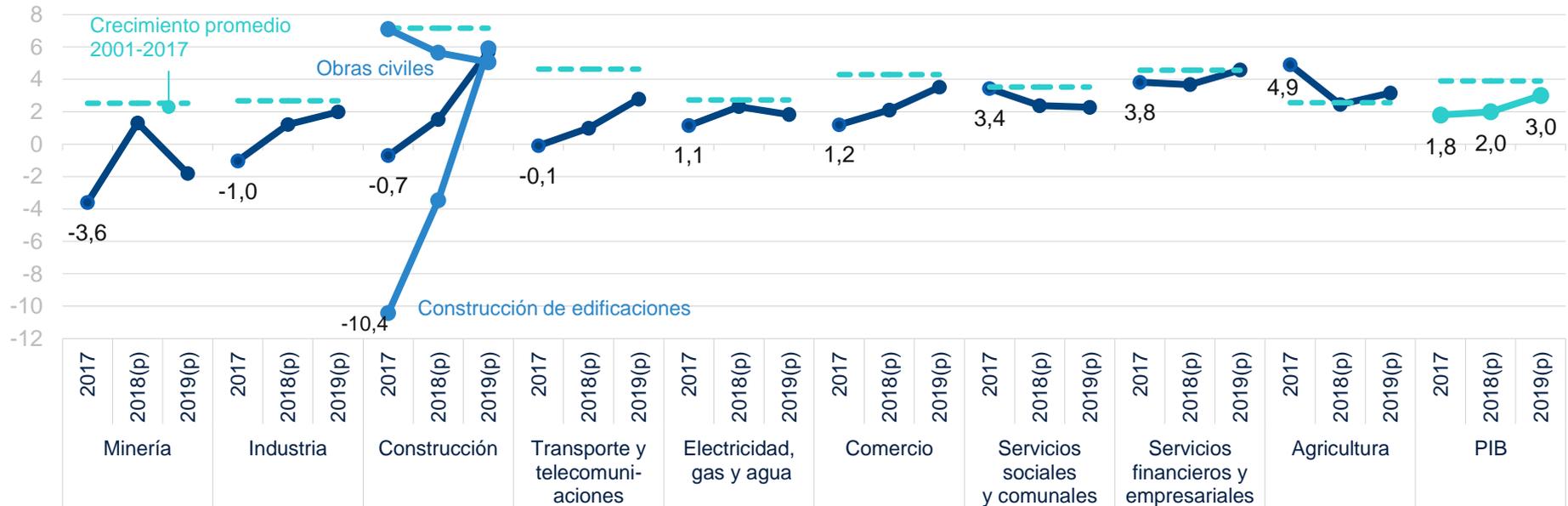
Fuente: Previsiones de BBVA Research y datos observados del DANE con cálculos de BBVA Research.

- ...Mientras que en 2017 primó la contribución del sector público, en 2018 y 2019 el liderazgo de la recuperación pesará sobre el sector privado
- Esta recuperación del gasto privado, y su impulso sobre las importaciones, llevará a que el sector externo tenga una contribución negativa al crecimiento de 2019

A nivel sectorial, el crecimiento se acelera en la mayoría de sectores en 2018 y 2019, aunque aún por debajo de sus medias

Previsiones de crecimiento por componentes de la oferta

(Variación anual, %)



El desempleo seguirá incrementándose en las 13 ciudades en 2018

Creación de empleo Nacional

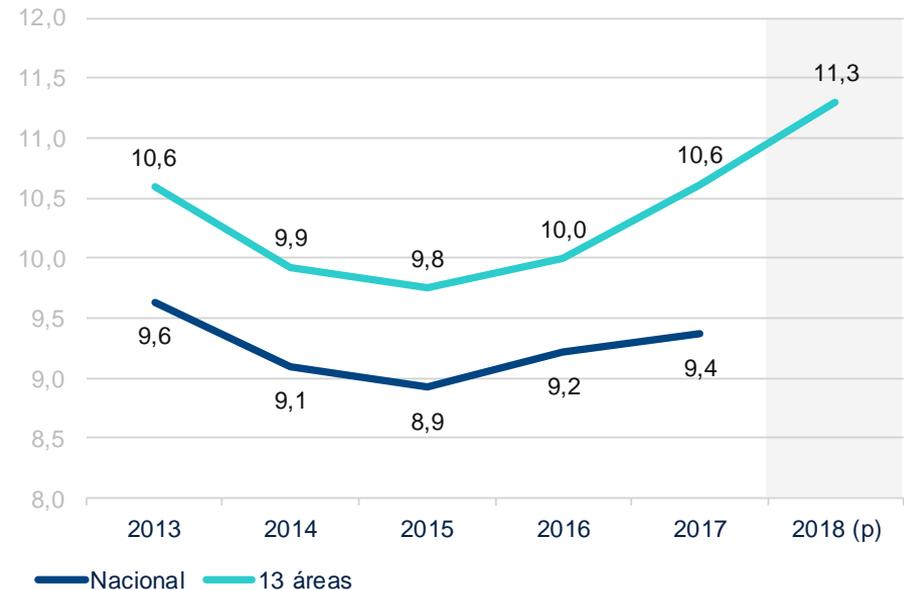
(Miles de empleos, % del total)

	13 ciudades	10 ciudades	Pequeñas ciudades	Rural	Total
Agropecuario	-4 (-2%)	1 (0,4%)	24 (11%)	138 (61%)	159 (70%)
Industria	-20 (-9%)	9 (4%)	57 (25%)	40 (18%)	86 (38%)
Actividades inmobiliarias	55 (24%)	4 (2%)	33 (14%)	-7 (-3%)	85 (37%)
Transporte	18 (8%)	1 (0,3%)	27 (12%)	-16 (-7%)	29 (13%)
Construcción	2 (1%)	-2 (-1%)	-19 (-8%)	-9 (-4%)	-28 (-12%)
Comercio, hoteles y restaurantes	-51 (-22%)	3 (1%)	5 (2%)	-56 (-25%)	-98 (-43%)
Otros	-2 (-1%)	10 (4%)	-7 (-3%)	-8 (-3%)	-7 (-3%)
Total	-2 (-1%)	25 (11%)	121 (53%)	82 (36%)	226 (100%)

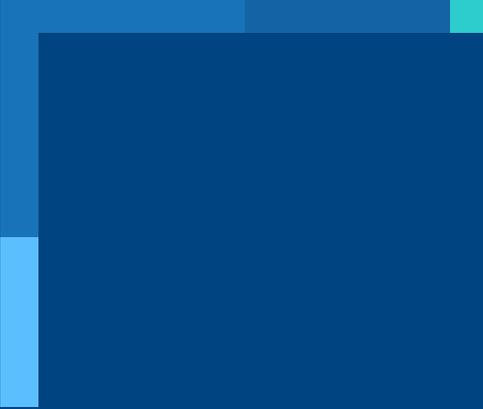
Fuente: DANE, BBVA Research

Tasa de desempleo

(%, promedio de año)



(p) Previsión



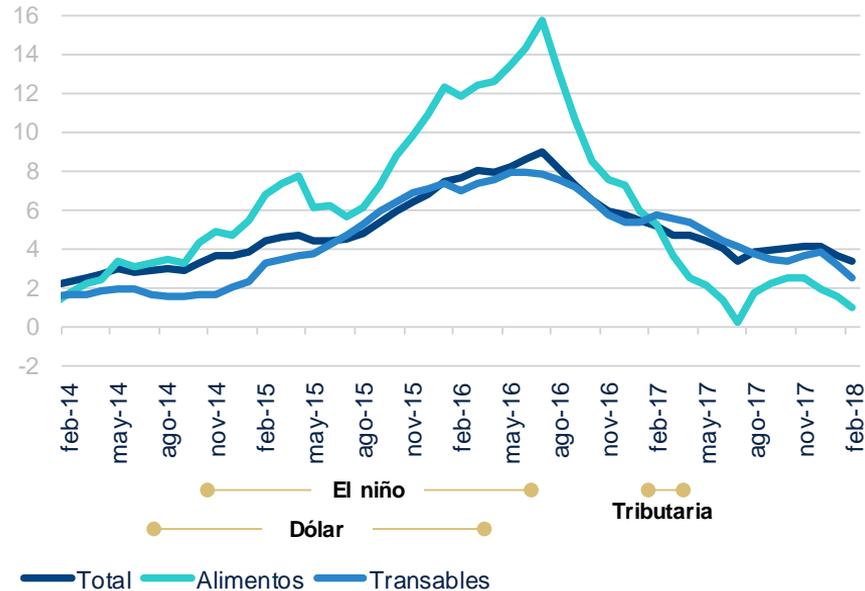
03

**Inflación controlada,
menores tasas**

Los choques de tasa de cambio, clima y reforma tributaria que afectaron la inflación se han disipado

Inflación total, de alimentos y transables

(Variaciones anuales, %)

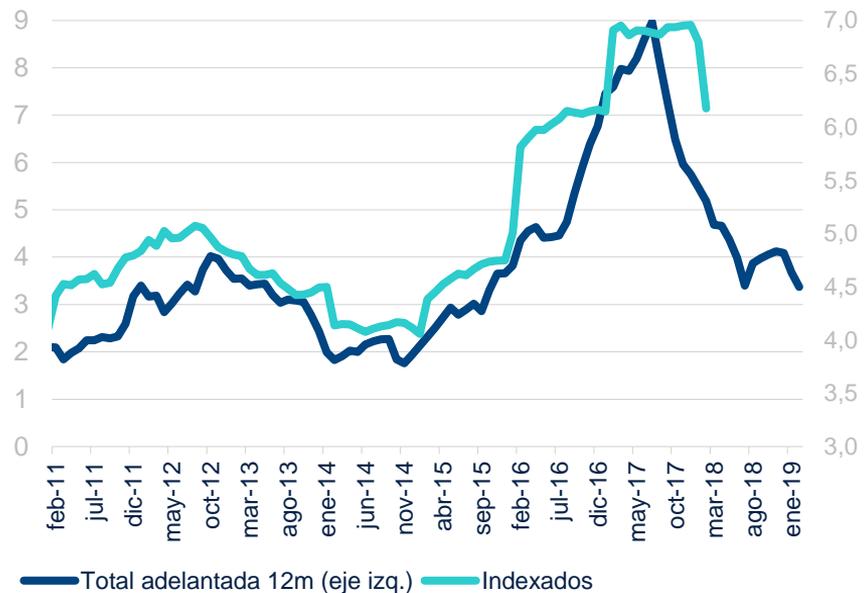


- Los fuertes choques de oferta sobre la inflación de 2015 a 2017 se han disipado, sin embargo quedan algunos rubros que mantienen una inflación alta y elevan el promedio
- Sin embargo, estos responden de manera rezagada al comportamiento de la inflación total, lo que **podría** implicar que en los próximos meses sigamos observando reducciones en la inflación total y especialmente la básica...

Los rubros de alto componente indexado comienzan a reaccionar a la baja siguiendo la desaceleración de la inflación total

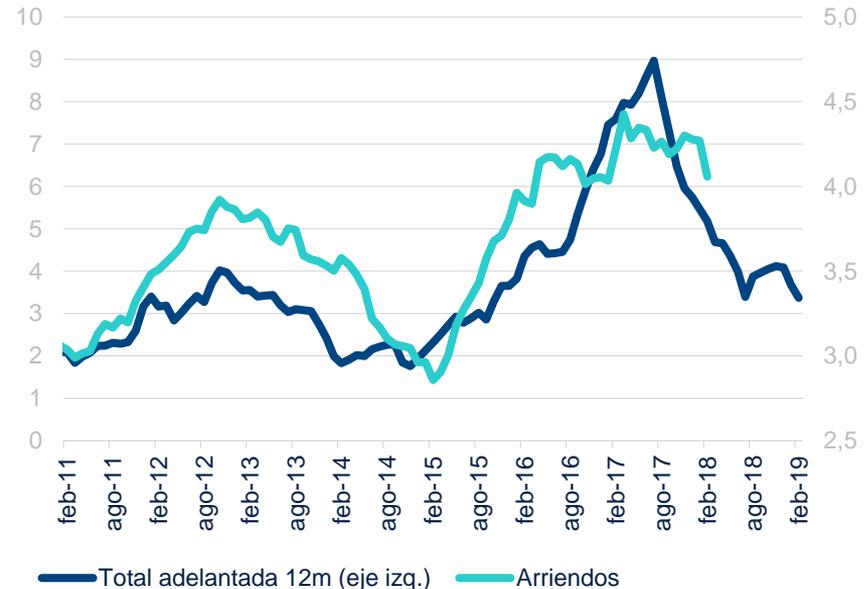
Inflación total y de indexados*

(Variaciones anuales, %)



Inflación total y de arriendos*

(Variaciones anuales, %)



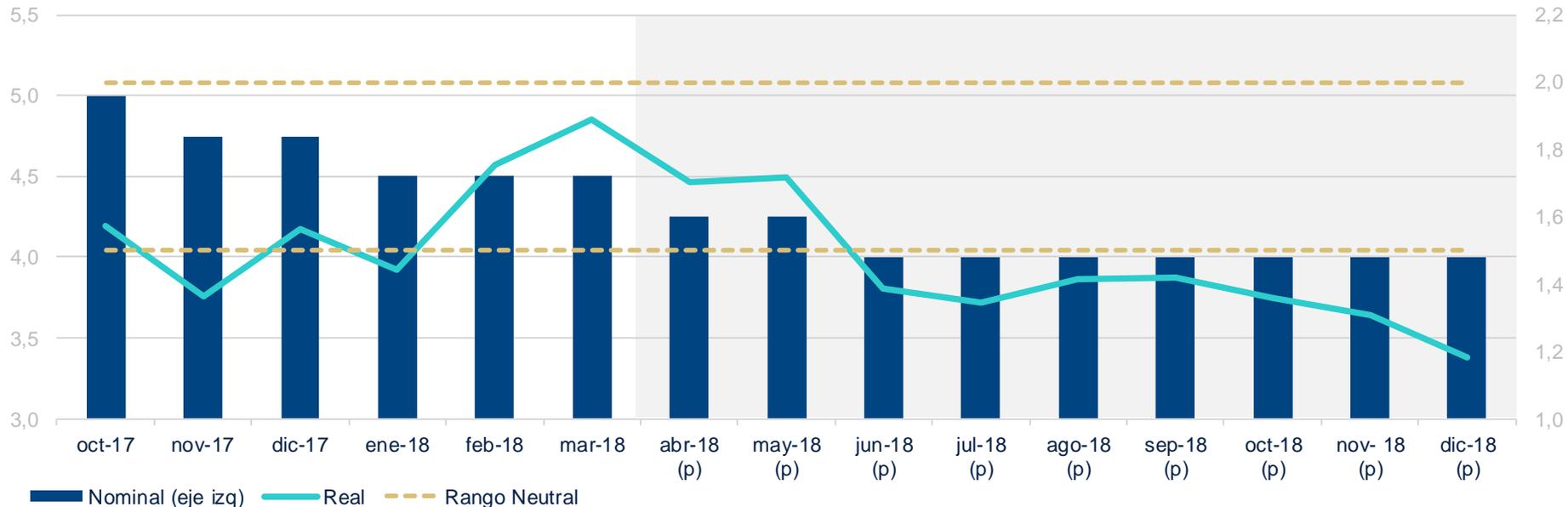
(*) Los indexados pesan 8,1% de la canasta total e incluyen algunos servicios como los de educación y salud. Los arriendos pesan 18,6% de la canasta total.

Fuente: Previsiones de BBVA Research y datos observados del DANE

En nuestro escenario, la tasa actual es neutral y se requeriría alguna rebaja para regresar a terreno ligeramente expansivo

Tasa nominal y real de política monetaria

(e.a, %, la tasa real se calcula a partir de la inflación esperada por BBVA en 12 meses)



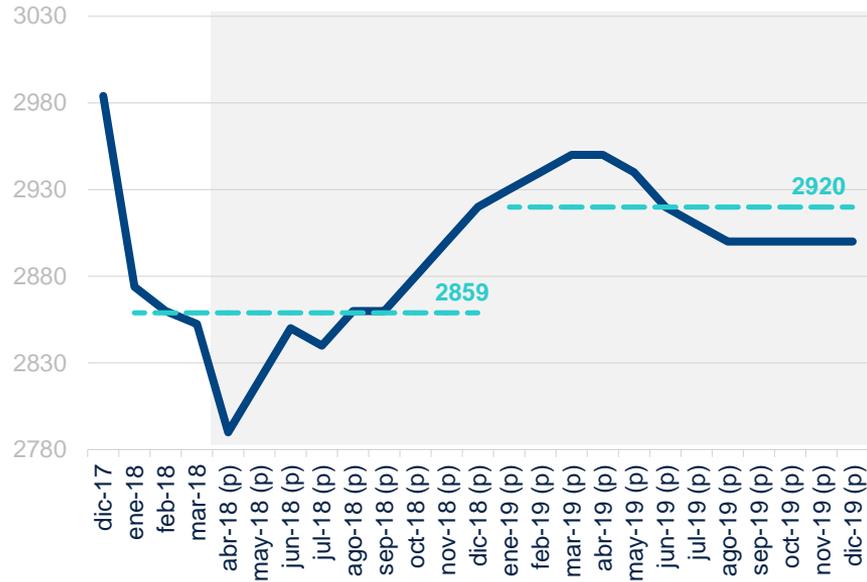
(p) Previsión

Fuente: Previsiones de BBVA Research y datos observados del DANE

En el frente cambiario, el buen apetito por activos locales y los elevados precios del crudo han apreciado el tipo de cambio

Tasa de cambio

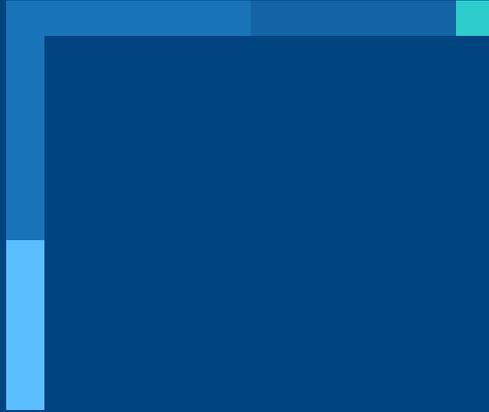
(Pesos por dólar)



(p) Previsión

Fuente: Previsiones de BBVA Research y datos observados del DANE

- El elevado precio del crudo y el ajuste de política gradual a nivel global, mantiene el **apetito por activos locales**, lo que ha permitido una apreciación del tipo de cambio en lo corrido del año
- Esperamos una **devaluación contenida del tipo de cambio en lo que resta del año** producto de los incrementos en tasas de interés de la FED, un descenso paulatino del precio del crudo y por menores inlfujos de capitales anticipados para el cierre de año



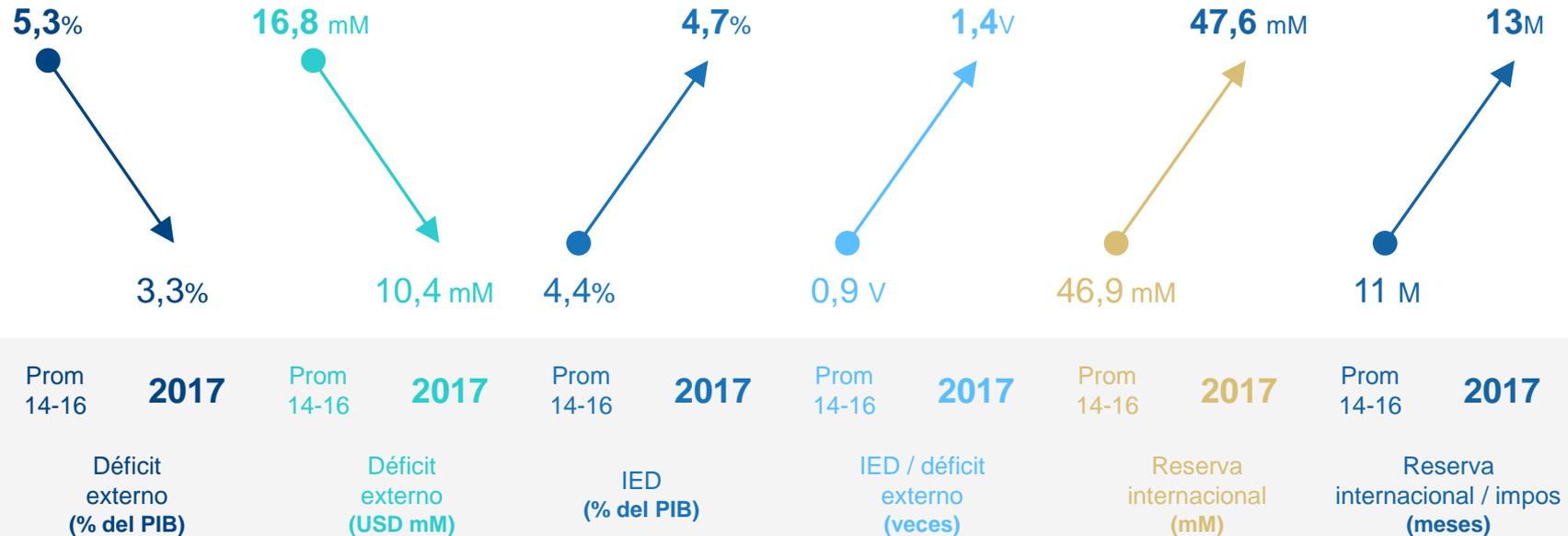
04

**Balances macro
mejorando**

2017: Un año en que el déficit externo y su financiamiento consolidaron sus mejoras

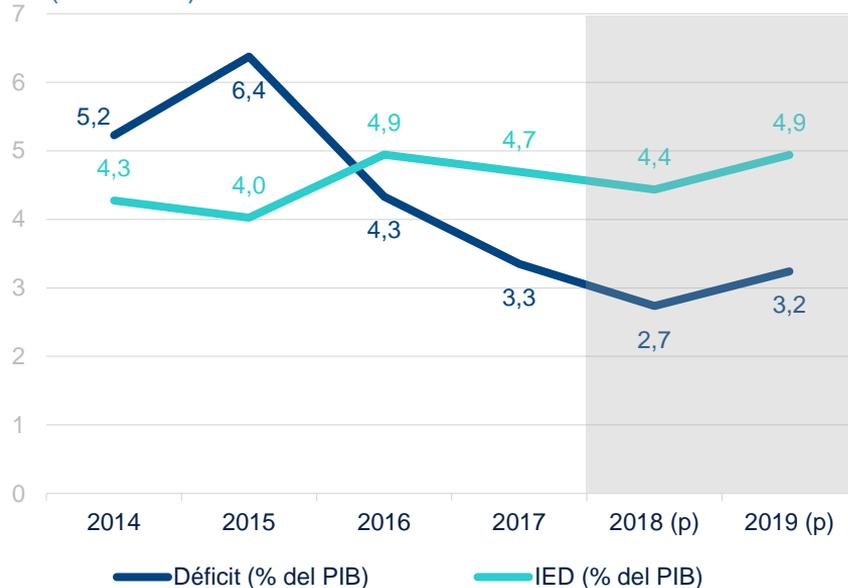
Principales indicadores externos

(% del PIB, USD miles de millones, veces y meses)



En 2018 y 2019, el déficit de la cuenta corriente se mantendrá controlado y el financiamiento estructural será más amplio

Déficit externo e inversión extranjera directa (% del PIB)

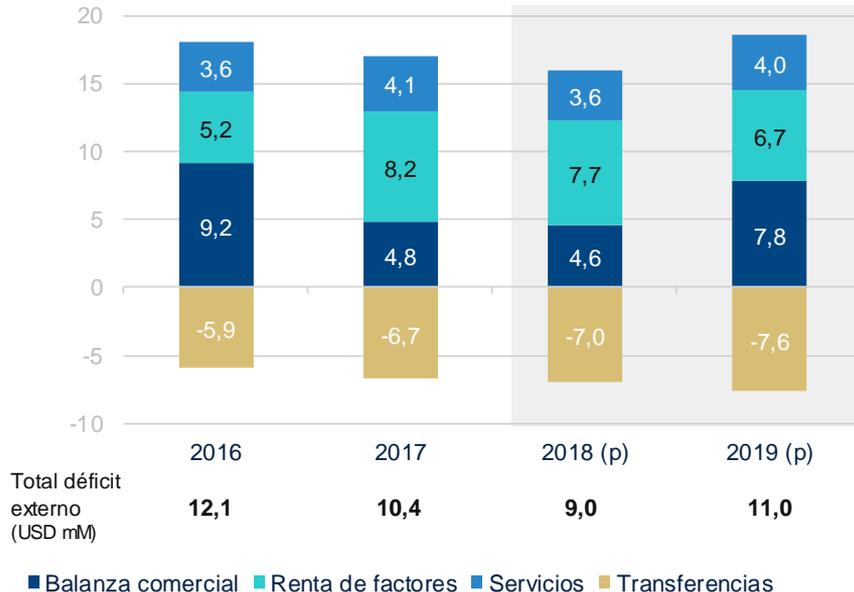


- Durante 2018 y 2019, el déficit de la cuenta corriente será cubierto en 1,6 y 1,5 veces, respectivamente, por la inversión extranjera directa
- Ello ayudaría a compensar los posibles menores recursos de portafolio
- La IED, en miles de millones de dólares, será similar este año con respecto a la observada en 2017

En 2019 la balanza comercial será la principal fuente de déficit externo gracias al repunte de las importaciones

Componentes del déficit externo

(USD Miles de millones, Transferencias es una cuenta superavitaria)



(p) Previsión

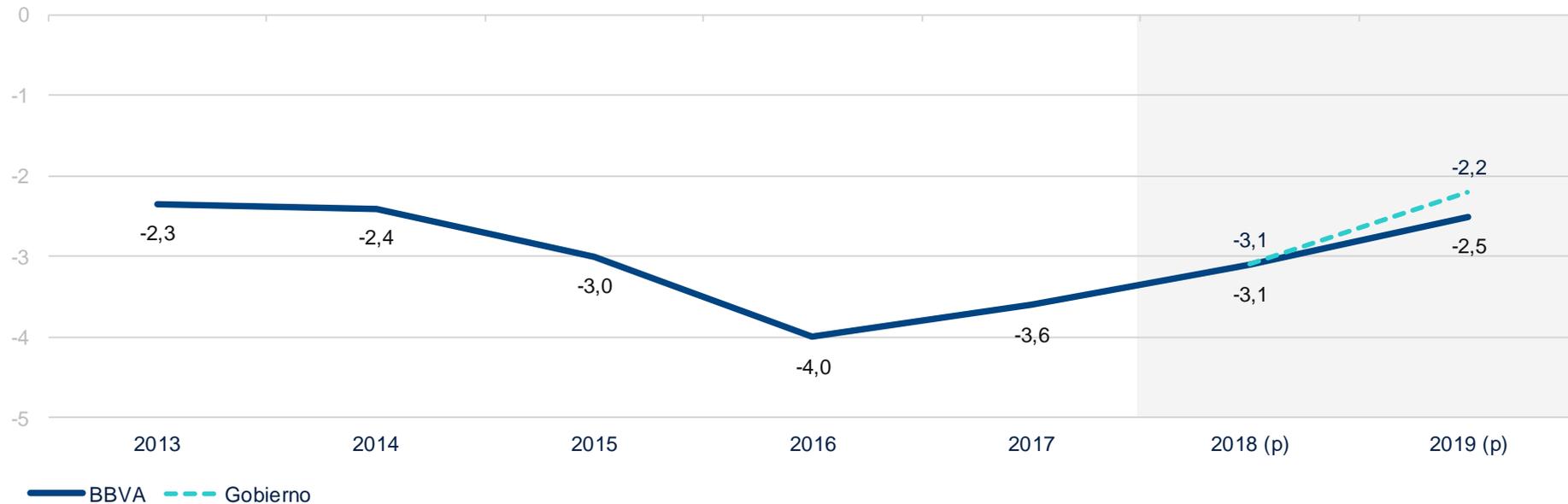
Fuente: Previsiones de BBVA Research y datos observados del Banco de la República

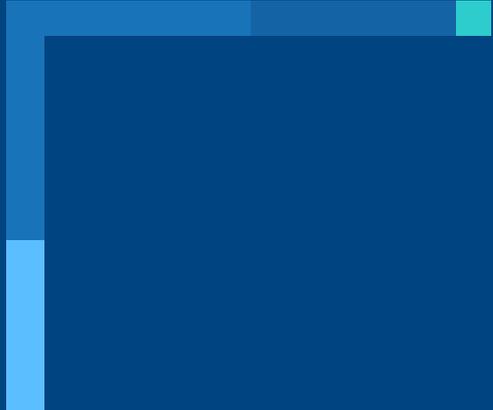
- En 2019, el déficit externo, aunque en niveles bajos, aumentará por menor precio y producción de petróleo y el aumento de la demanda interna e impulso a las importaciones
- La renta de factores (dividendos girados al país por empresas de capital colombiano con operación externa menos dividendos enviados al exterior por empresas extranjeras con operación en Colombia) reducirá su déficit gracias al mejor entorno económico del mundo

Luego de su máximo reciente en 2016, el déficit fiscal se ajusta paulatinamente

Déficit del Gobierno Nacional

(% del PIB)





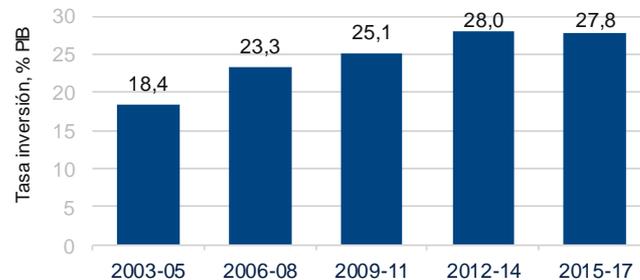
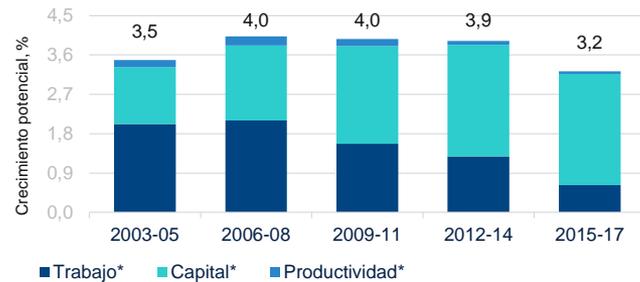
05

**Crecimiento de
mediano plazo**

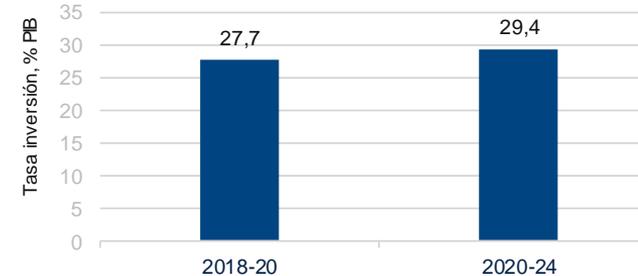
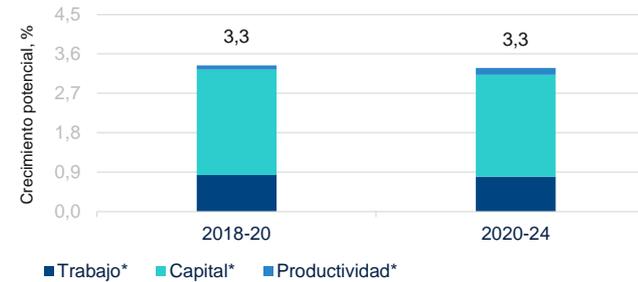
Colombia ha explotado de manera significativa sus factores de producción: Capital y trabajo

Crecimiento potencial y tasa de inversión en Colombia

Histórico



Proyección



Se requiere más
productividad



Los factores tradicionales
no son suficientes

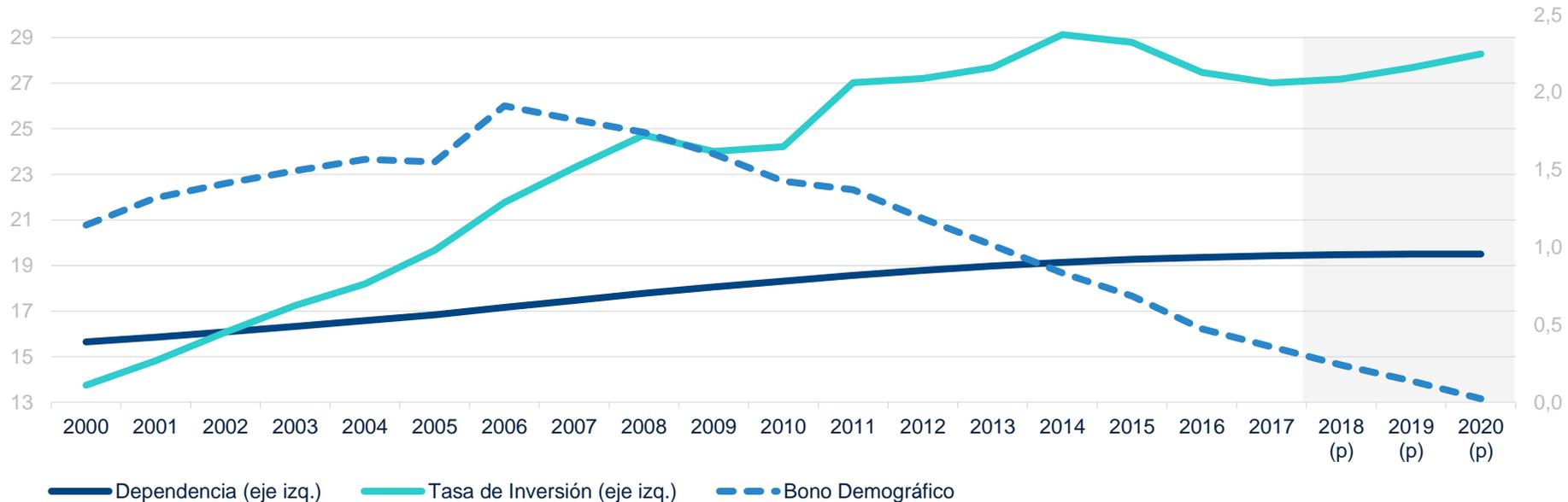


Se agota el espacio de
expansión de la inversión

Entramos en un ciclo de menores aportes del bono demográfico y de la inversión como fuentes de crecimiento del PIB

Tasa de inversión e índice de dependencia

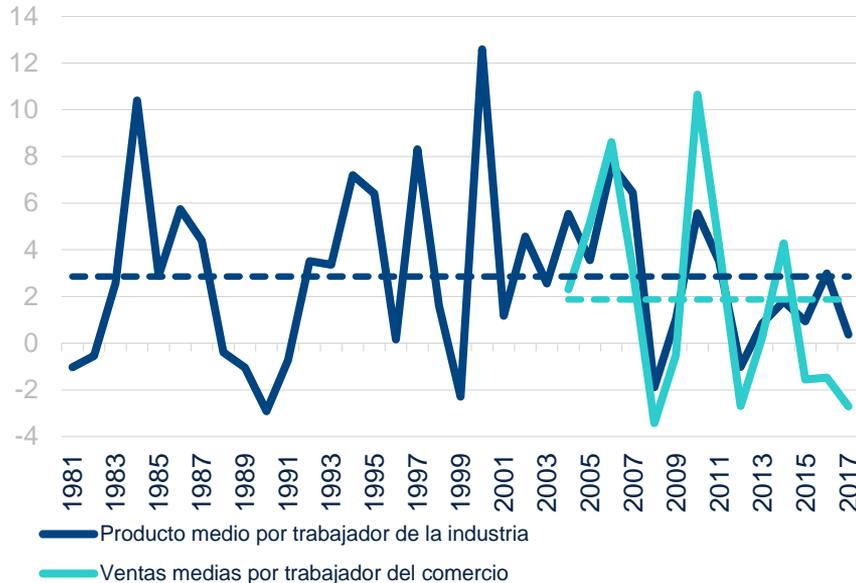
(tasa de inversión: I/PIB; dependencia: personas activas/no activas; bono demográfico: variación dependencia, %)



La productividad, medida como producto por trabajador, se ha mantenido relativamente estable

Producto industrial y ventas del comercio por trabajador

(Índice de producción (ventas) / Índice de empleo)

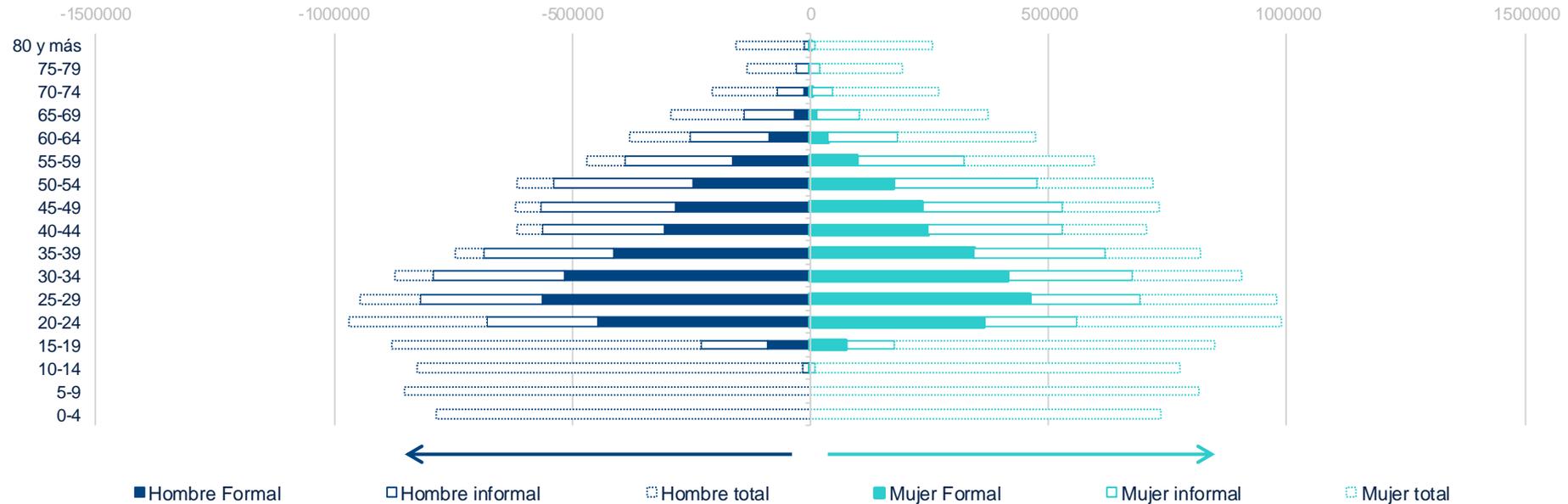


- La productividad en Colombia en los últimos 30 años se ha incrementado poco, según lo muestran métricas como el producto por trabajador
- En el contexto actual, de mayor dificultad de incremento de la inversión y de marchitamiento del bono demográfico, se requiere de un mayor crecimiento de la productividad para impulsar el crecimiento potencial

Un camino que podría influir en mejoras en productividad es la reducción de la informalidad laboral y empresarial

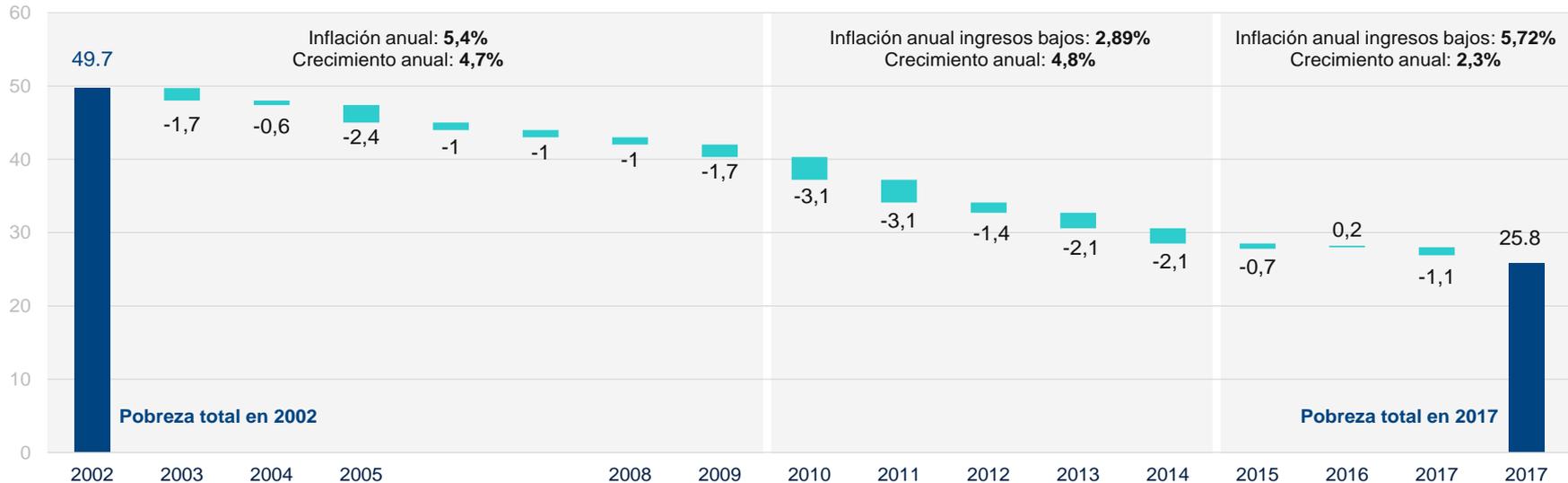
Población total y formal por edad

(13 ciudades, 2016)



¿Por qué crecer más? Para seguir avanzando y evitar retrocesos en los diversos indicadores sociales

Indicador de pobreza (% población, variación anual)



Mensajes clave

- El crecimiento global se mantiene robusto, pero aumenta la incertidumbre. El estímulo fiscal de EE.UU. puede apoyar el avance también en otras áreas, pero las medidas proteccionistas suponen un riesgo
- La recuperación de la actividad económica se sustentará en la actividad privada. Las condiciones más favorables para la inversión y el consumo de los hogares permitirán una recuperación paulatina a lo largo de 2018 y en 2019 en los hombros del sector privado. Para 2018 el PIB crecería 2,0% mientras que para 2019 crecería 3,0%, todavía por debajo del crecimiento potencial de 3,3% en el mediano plazo.
- En 2018 se rompe la inercia inflacionaria y la inflación converge a la meta, 3,1% al cierre de 2018. La ausencia de choques alcistas en precios como los vividos en los últimos años, de la mano de una demanda aun débil, permitirán que la inflación se ajuste en el primer semestre a la meta y que la inflación básica cierre 2018 en torno a la meta luego de 3 años de incumplimientos. El Banco Central tendrá espacio de reducir la tasa de política hasta el 4,0% en el segundo trimestre. Ello para mantener la tasa de política real ligeramente expansiva.
- El déficit en cuenta corriente se ha reducido, tendiendo una base más sólida para la recuperación económica. El déficit en cuenta corriente se ubicará en 2,7% en 2018 y ligeramente por encima en 2019 gracias en parte a la recuperación de los precios del crudo. Por su parte, el déficit fiscal se ubicaría en 2018 en 3,1% del PIB. Para 2019 se requeriría de una política fiscal activa para lograr el cumplimiento de la regla fiscal.
- Anticipamos un crecimiento potencial en torno al 3,3% menor que el registrado en los últimos años. Las fuentes de crecimiento se están agotando, con una tasa de inversión elevada y mayor a la media de la OCDE y un bono demográfico marchitándose, la economía requiere de una transformación hacia el impulso de la productividad para lograr mejorar este crecimiento en el mediano plazo y con ello lograr afianzar las ganancias sociales alcanzadas.

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight sans-serif font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Colombia

2T18

Unidad de Colombia

Abril 2018

Creando Oportunidades

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

+57 347 16 00

Diego Felipe Suarez

diegofelipe.suarez@bbva.com

+57 347 16 00

Estudiante en práctica

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com

+57 347 16 00

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

+57 347 16 00

Alejandro Reyes

alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

+57 347 16 00

BBVA-Research

Jorge Sicilia Serrano

Análisis Macroeconómico

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

Economía Digital

Alejandro Neut

robertoalejandro.neut@bbva.com

Escenarios Económicos Globales

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Mercados Financieros Globales

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Modelización y Análisis de Largo Plazo Global

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas

oscar.delaspena@bbva.com

Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@bbva.com

Regulación Digital y Tendencias

Álvaro Martín

alvaro.martin@bbva.com

Regulación

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Sistemas Financieros

Olga Cerqueira

olga.gouveia@bbva.com

España y Portugal

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

Nathaniel.karp@bbva.com

México

Carlos Serrano

carlos.serranoh@bbva.com

Turquía, China y Big Data

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Turquía

Álvaro Ortiz

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia

Le.xia@bbva.com

América del Sur

Juan Manuel 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

Julio Pineda

juliocesar.pineda@bbva.com

The logo for BBVA Research, featuring the word "BBVA" in a bold, white, sans-serif font, followed by the word "Research" in a smaller, lighter weight of the same font. A small teal square is positioned to the right of the word "Research".

BBVA Research

Situación Colombia 2T18 (Anexo)

Unidad de Colombia

Abril 2018

Creando Oportunidades

Principales variables macroeconómicas

Tabla A1. Previsiones macroeconómicas

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a)	4,4	3,1	2,0	1,8	2,0	3,0
Consumo Privado (% a/a)	4,3	3,2	1,5	1,7	2,5	3,4
Consumo Público (% a/a)	4,7	5,0	2,4	4,0	2,7	2,5
Inversión (% a/a)	9,8	1,8	-2,7	0,1	2,7	4,8
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	6,8	5,7	4,1	3,1	2,8
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	5,0	7,5	4,3	3,1	2,7
Tasa de cambio (fdp)	2.392	3.149	3.001	2.984	2.920	2.900
Devaluación (% , fdp)	24,2	31,6	-4,7	-0,6	-2,1	-0,7
Tasa de cambio (promedio)	2.001	2.742	3.055	2.951	2.858	2.920
Devaluación (% , fdp)	7,1	37,0	11,4	-3,4	-3,2	2,2
Tasa BanRep (% , fdp)	4,50	5,75	7,50	4,75	4,00	4,00
Tasa DTF (% , fdp)	4,3	5,2	6,9	5,3	4,4	4,4
Balance Fiscal GNC (% PIB)	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,2	-6,5	-4,4	-3,3	-2,7	-3,2
Tasa de desempleo urbano (% , fdp)	9,3	9,8	9,8	9,8	10,8	10,6

Principales variables macroeconómicas

Tabla A2. Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (%, fdp)
T1 15	2,6	4,6	2.576	4,50
T2 15	3,0	4,4	2.585	4,50
T3 15	3,2	5,4	3.122	4,75
T4 15	3,4	6,8	3.149	5,75
T1 16	2,5	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,2	8,6	2.916	7,50
T3 16	1,5	7,3	2.880	7,75
T4 16	1,8	5,7	3.001	7,50
T1 17	1,5	4,7	2.880	7,00
T2 17	1,7	4,0	3.038	6,25
T3 17	2,3	4,0	2.937	5,25
T4 17	1,6	4,1	2.984	4,75
T1 18	1,8	3,1	2.780	4,50
T2 18	1,7	2,8	2.850	4,00
T3 18	2,1	3,1	2.860	4,00
T4 18	2,7	3,1	2.920	4,00
T1 19	3,1	2,7	2.950	4,00
T2 19	3,1	2,7	2.920	4,00
T3 19	2,8	2,6	2.900	4,00
T4 19	2,9	2,8	2.900	4,00

Aviso Legal

El presente documento, elaborado por el Departamento de BBVA Research, tiene carácter divulgativo y contiene datos, opiniones o estimaciones referidas a la fecha del mismo, de elaboración propia o procedentes o basadas en fuentes que consideramos fiables, sin que hayan sido objeto de verificación independiente por BBVA. BBVA, por tanto, no ofrece garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección.

Las estimaciones que este documento puede contener han sido realizadas conforme a metodologías generalmente aceptadas y deben tomarse como tales, es decir, como previsiones o proyecciones. La evolución histórica de las variables económicas (positiva o negativa) no garantiza una evolución equivalente en el futuro.

El contenido de este documento está sujeto a cambios sin previo aviso en función, por ejemplo, del contexto económico o las fluctuaciones del mercado. BBVA no asume compromiso alguno de actualizar dicho contenido o comunicar esos cambios.

BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud para adquirir, desinvertir u obtener interés alguno en activos o instrumentos financieros, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

Especialmente en lo que se refiere a la inversión en activos financieros que pudieran estar relacionados con las variables económicas que este documento puede desarrollar, los lectores deben ser conscientes de que en ningún caso deben tomar este documento como base para tomar sus decisiones de inversión y que las personas o entidades que potencialmente les puedan ofrecer productos de inversión serán las obligadas legalmente a proporcionarles toda la información que necesiten para esta toma de decisión.

El contenido del presente documento está protegido por la legislación de propiedad intelectual. Queda expresamente prohibida su reproducción, transformación, distribución, comunicación pública, puesta a disposición, extracción, reutilización, reenvío o la utilización de cualquier naturaleza, por cualquier medio o procedimiento, salvo en los casos en que esté legalmente permitido o sea autorizado expresamente por BBVA.

BBVA Colombia es un establecimiento de crédito y es supervisado por la Superintendencia Financiera.

BVA Colombia promueve este tipo de documentos con fines meramente académicos y no asume ninguna responsabilidad por las decisiones que se toman con base en la información recibida ni puede ser considerada como asesoría tributaria, legal o financiera. Igualmente no se hace responsable por la calidad ni contenido de los mismos.

BBVA Colombia es el titular de todos los derechos de autor del contenido textual y gráfico de este documento, los cuales se encuentra protegidos por las leyes de Derechos de Autor y demás leyes relativas internacionales y de la República de Colombia. Se prohíbe su uso, circulación o copia sin autorización previa y expresa de BBVA Colombia.