

Situación Colombia

La demanda interna seguirá liderando el crecimiento en un entorno de tasas de interés bajas

Segundo trimestre 2019

El crecimiento económico de Colombia durante 2019 y 2020 será de nuevo liderado por la demanda interna. Al contrario, la demanda externa seguirá siendo débil, incluso con una contribución negativa al crecimiento, porque las importaciones serán más dinámicas que las exportaciones. Estas últimas tendrán varias limitaciones: una baja demanda externa por la moderación de la actividad global, unas débiles exportaciones globales y un precio del petróleo que bajaría en los próximos trimestres. Por su parte, el crecimiento global se ha ralentizado en los últimos meses más de lo esperado, reforzando los temores sobre una brusca desaceleración de la actividad económica (Gráfico 1). En este entorno, la Fed y el BCE han cambiado su hoja de ruta y han anunciado nuevas medidas de estímulo monetario. De manera similar, en China se han adoptado políticas expansivas adicionales, tanto de carácter fiscal como monetario. Esta reacción de las autoridades económicas en las principales economías favorece una moderación más suave del crecimiento mundial hacia adelante. Sin embargo, una pérdida imprevista del dinamismo de la economía China, una nueva ola de medidas proteccionistas o una salida desordenada del Reino Unido de la Unión Europea, entre otros riesgos, podrían desencadenar escenarios más negativos.

La actividad económica global se ha moderado, con un desempeño particularmente débil de las exportaciones y del sector manufacturero

A la moderación de la actividad global han contribuido una serie de factores, especialmente: i) la desaceleración estructural de la economía china, ahora que ha dejado de aumentar su endeudamiento; ii) el proteccionismo comercial; iii) en Europa, la elevada incertidumbre, así como algunos eventos específicos, y probablemente temporales, como los efectos de la nueva normativa europea sobre emisiones en el sector automotor; y iv) la moderación cíclica de EE. UU., en un contexto en que pierden fuerza los efectos del estímulo fiscal. Los factores detrás de la desaceleración mundial han afectado a la actividad, fundamentalmente, a través de las exportaciones y el sector manufacturero. Esto, por ahora, se ve compensado por el consumo privado, que se mantiene relativamente robusto, apoyado en el dinamismo de los mercados laborales y una inflación acotada.

La moderación del crecimiento ha provocado un giro inesperado de la política monetaria en EE. UU. y en la Eurozona

El tono más negativo de la economía mundial ha generado cierta preocupación, así como un aumento de la volatilidad financiera. En este contexto, y dado que las presiones inflacionarias siguen bastante acotadas, la Fed y el BCE han reaccionado, llevando a cabo un giro agresivo de su comunicación sobre la valoración del entorno y la senda esperada de sus políticas. La autoridad monetaria de EE. UU. ha ajustado significativamente su tono y su estrategia, hacia una política monetaria más acomodaticia. En este sentido, además de revelar que será “paciente” a la hora de considerar subidas adicionales de los tipos de interés, la Fed ha anunciado que el proceso de reducción de su balance acabará antes de lo esperado. Dada su cautela y las reducidas presiones de inflación, cabe esperar que los tipos puedan seguir estables, o incluso sean recortados, si los datos de actividad revelan un debilitamiento creciente de la economía. En todo caso, todavía habría margen para una subida final de 25 pbs, hasta el 2,75% a finales de 2019, si la moderación del crecimiento resulta ser suave y limitada.

En el caso del BCE, el cambio hacia una política más expansiva se ha manifestado a través de un retraso de la expectativa de subidas de los tipos de interés y el anuncio de una nueva ronda de subastas de liquidez. En lo que respecta a lo primero, el BCE ha retrasado sus expectativas de subidas de tipos desde el verano de 2019 hasta al

Creando Oportunidades

menos finales de año. También en China se ha reaccionado a la creciente preocupación por el debilitamiento de la actividad económica. En concreto, las autoridades locales han confirmado un recorte impositivo, centrado en el IVA, de 2 puntos porcentuales del PIB, así como un aumento del déficit público, desde el 2,6% del PIB en 2018 hasta el 2,8% del PIB en 2019. También han dado señales de una mayor relajación monetaria hacia delante. En este sentido, se prevén dos recortes adicionales de 25 pbs de los tipos de referencia, así como dos reducciones de los requerimientos de reserva bancarios a lo largo del segundo y tercer trimestres.

Se prevé que el crecimiento global sea del 3,4% tanto en 2019 como en 2020

Los nuevos estímulos económicos favorecen una moderación ordenada del crecimiento global. El PIB global, que avanzó un 3,8% en 2018, crecería 3,4% en 2019 y 3,4% en 2020 (Gráfico 1). Este aterrizaje suave de la economía mundial está condicionado a que EE. UU. y China alcancen un acuerdo comercial en el segundo trimestre, que es fundamental para reducir la incertidumbre e impedir un deterioro adicional del comercio internacional. Además, se requiere que la salida del Reino Unido de la Unión Europea (*brexit*) no genere disrupciones importantes en la relación entre las dos geografías. Por último, la probable reducción del precio del petróleo hacia delante, debido a la menor robustez de la demanda así como a una oferta creciente en EE. UU., ayudará a mantener contenidas las presiones inflacionarias, y dará margen de maniobra para que los bancos centrales ejecuten su política monetaria (se prevé que el precio del barril de Brent se reduzca desde alrededor de los 65 dólares durante el primer trimestre del año, hasta cerca de los 62 y 55 dólares, al cierre de 2019 y 2020, respectivamente).

En EE. UU. el crecimiento irá perdiendo impulso progresivamente, convergiendo a tasas potenciales. En particular, se estima que el PIB norteamericano crecerá el 2,5% en 2019 y el 2,0% en 2020, tras la expansión del 2,9% registrada en 2018. Si bien se mantienen inalteradas las previsiones de crecimiento para el país, el sesgo es a la baja y el riesgo de recesión sigue siendo relevante, dada la posibilidad de una mayor desaceleración de la inversión, las vulnerabilidades financieras, y el tono más negativo del entorno global, entre otros factores.

En Europa la debilidad de la actividad, principalmente de las exportaciones y del sector industrial, se ha prolongado más allá de lo esperado. Además, se mantiene elevada la incertidumbre acerca del desenlace del *brexit*, así como la relacionada con la amenaza de EE. UU. de aumentar sus aranceles a los vehículos producidos en la región. **En este contexto, se revisan a la baja las previsiones de crecimiento para la Eurozona, desde el 1,4% hasta el 1,0% en 2019, y desde el 1,4% hasta el 1,3% en 2020.** El sesgo de estas previsiones es bajista.

Con respecto a China, se espera que el acuerdo comercial con EE. UU. se concrete y que los estímulos recientes apoyen a la demanda interna, lo que permitiría que el PIB crezca el 6,0% en 2019 y el 5,8% en 2020, en línea con las previsiones anteriores. Así, las políticas más expansivas reducen el riesgo de un ajuste más brusco del crecimiento hacia delante, pero con el coste de dificultar la reducción de los problemas estructurales del país, como por ejemplo su elevado apalancamiento.

La mayor desaceleración del crecimiento mundial supondrá dificultades adicionales para la actividad económica en los países emergentes. Asimismo, las políticas más acomodaticias de las principales economías podrán reducir las presiones sobre los mercados cambiarios y monetarios emergentes. Con todo ello, tanto en las principales economías desarrolladas como en las emergentes, la ralentización del crecimiento tenderá a reducir aún más las presiones sobre la inflación. A ello contribuirá, también, la esperada reducción del precio del petróleo.

Las tasas de interés en el mundo van a subir más lentamente, pero aun así los flujos de capitales a emergentes serán limitados y heterogéneos

Este entorno de menores tasas de interés (Gráfico 2) no necesariamente derivará en mayores flujos de capitales hacia las economías emergentes. Los inversionistas serán más selectivos en cuanto a los niveles de riesgo que quieren asumir en el mundo emergente, en cuya valoración será muy importante el desempeño fiscal y externo de

los países. Hacia Colombia, para este año, estimamos que se den entradas netas de capitales de portafolio, pero podrían ubicarse ligeramente por debajo del nivel que reportaron en 2018. Por esta razón, el tipo de cambio se mantendría durante este año entre 3.130 y 3.170, finalizando el año en 3.150 y ubicándose cerca a los mínimos del anterior rango a mediados del año. Durante 2020, la tasa de cambio se mantendrá por encima de 3.100 durante todo el primer semestre, para luego moderarse hasta 3.020 al final del año (Gráfico 3).

Existen dos fuerzas contrapuestas que determinarán el comportamiento relativamente estable del tipo de cambio. Por un lado, las bajas tasas de interés en el mundo desarrollado apoyarán una apreciación cambiaria, no solo por su efecto directo, sino también por la reducción de los rendimientos de los bonos a largo plazo en los países desarrollados (Gráfico 2). Por otro lado, los más exigentes flujos de capitales hacia emergentes y la volatilidad global contenida en niveles similares a los actuales, pero con una tendencia creciente al final del año por la materialización del menor crecimiento global, no permitirán tal apreciación.

Asimismo, existe un factor idiosincrásico en el país que también presionará al alza el tipo de cambio y compensará parcialmente el efecto de las menores tasas de interés en el mundo. Este factor es el elevado déficit en la cuenta corriente, el cual podría ubicarse en 4,3% del PIB en 2019 y se reduciría a 4,0% del PIB en 2020 (Gráfico 4). Si bien, la presión al alza sobre la tasa de cambio por este canal estará contenida por la capacidad que tiene la economía colombiana de financiar el déficit externo, en un 88% a través de la inversión extranjera directa y en el restante porcentaje a través del endeudamiento, público y privado, y los flujos de portafolio.

El déficit de la cuenta corriente se ampliará durante 2019 y 2020, respecto al 3,8% del PIB que marcó en 2018, principalmente por la caída de las exportaciones. Los envíos externos serán menores por los menores precios del petróleo y la incapacidad de los envíos no tradicionales de compensarlos. Asimismo, las importaciones se mantendrán fuertes dado que la economía colombiana basará su crecimiento en la demanda interna, con un importante componente importado de la inversión, el consumo y las materias primas de los sectores industriales. El déficit externo se ubicará en 4,3% del PIB en 2019 y en 4,0% del PIB en 2020. En valor, estos porcentajes equivaldrán a necesidades de financiamiento, en cada uno de los dos años, equivalentes a 14 mil millones de dólares, por encima de los 12,7 mil millones que debieron financiarse en 2018 (Gráfico 4).

La demanda interna, aunque liderando el crecimiento de Colombia, tendrá disparidades de dinámica entre sus componentes

La demanda interna crecerá por encima del PIB durante 2019 y 2020. El consumo público, y la inversión en maquinaria y equipo y en obras civiles serán los factores que se destacarán dentro de la demanda interna. El consumo público seguirá impulsado por el incremento del empleo (y la masa salarial) en los entes regionales y descentralizados y por el mantenimiento del gasto del gobierno central gracias a la flexibilización de la regla fiscal que se aprobó en marzo. No obstante, el gasto público tendrá un lento proceso de desaceleración que hará que su crecimiento desde los meses finales de 2019 se ubique por debajo de la tasa del PIB. Es decir, el impulso del gasto público estará concentrado en la primera mitad de 2019, y con ese nivel de expansión será suficiente para garantizar que en todo el año 2019 termine creciendo por encima del PIB, pese a su desaceleración final.

La inversión diferente a las edificaciones también crecerá por encima del PIB, no solo en 2019, asimismo en 2020, cuando también la inversión en edificaciones ayudará al fortalecimiento de la inversión. Varias señales indican este buen comportamiento. En primer lugar, la industria manufacturera muestra una recuperación gradual que ha estado acompañada de una mayor utilización de la capacidad instalada, llegando a niveles de uso en los cuales pueden ser necesarias nuevas inversiones para responder a los aumentos en la demanda. En segundo lugar, las importaciones de bienes de capital se mantienen creciendo a dos dígitos, si bien tuvieron un impulso de una sola vez al final de 2018, cuando se importaron unos aviones desde la Unión Europea. En tercer lugar, se esperan inversiones del sector petrolero, dado que el precio vigente y esperado del crudo permite utilidades empresariales y se necesitan inversiones para, al menos, mantener una producción similar de petróleo en los próximos años.

Finalmente, se fortalecerán las obras civiles durante este año gracias a la finalización de los gobiernos regionales y locales, lo cual suele asociarse con mayor ejecución del gasto en infraestructura, principalmente.

La inversión en edificaciones (diferente a vivienda de interés social) arrancará en 2020 pues, durante 2019, dado el bajo acervo de obras en proceso, habrá un menor espacio para la culminación de las obras. En efecto, las obras en proceso cayeron 15% en 2018, desde 30 millones de metros cuadrados en ejecución en diciembre de 2017 hasta 25 millones en diciembre de 2018. Además, las licencias de construcción al inicio del año aún no muestran un cambio de tendencia en la iniciación de nuevas viviendas de medio y alto valor ni en las edificaciones no residenciales. Más adelante, la reducción paulatina de los inventarios de las edificaciones, cuyo agotamiento se dará entre 2021 y 2022, exigirá la iniciación de nuevos proyectos desde 2020 para que sean finalizados en 2021-22. Por lo tanto, en 2020, el sector edificador retornaría con un elevado aporte al PIB.

Por otra parte, el consumo privado deberá mantenerse muy cerca de su resultado de 2018 y no parece tener la capacidad de una aceleración adicional, pues existen ciertos datos adelantados que no muestran una mayor capacidad de gasto de los hogares. Entre esos datos, la variable más relevante de todas es el empleo. La creación de empleo se redujo significativamente en los meses más recientes, al tiempo que se incrementó la tasa de desempleo por el aumento más rápido de la oferta laboral. También resulta relevante la continuidad de la confianza de los hogares en terreno negativo y la reducción de la valoración de la situación del hogar, hasta niveles muy cercanos a cero, variable esta última que recientemente se ha relacionado más de cerca con las decisiones de gasto de los hogares. Finalmente, durante este año, el ciclo del consumo de bienes durables (entre ellos, los autos) puede ser un poco más moderado, incluso con alguna caída interanual al final del año.

En total, mantenemos nuestra previsión de crecimiento del PIB para Colombia en 3,0% en 2019 y 3,3% en 2020. Con respecto a nuestro anterior escenario, esta estimación contiene una reducción en la inversión esperada en construcción que se compensa con un poco más de holgura en el gasto fiscal. La senda de crecimiento del consumo privado, la inversión diferente a la construcción y la demanda externa se mantiene bastante similar a lo estimado hace tres meses (Gráfico 5).

La postura de la política monetaria en Colombia también será más cauta

La política monetaria, dentro de su función de respuesta que define las decisiones de la tasa de interés, tiene varios puntos de análisis. El primero de ellos es la inflación, la cual muestra un buen comportamiento y se ubica en alrededor de 3,0%, cifra que es la meta central del Banco de la República. Además, las expectativas para el final del año están también ancladas alrededor de esta meta, entre otras cosas, porque se espera que la volatilidad cambiaria se de en un rango estrecho del tipo de cambio, lo cual mantendrá controlado el nivel de los precios de los bienes transables y su inflación decreciente a lo largo del año. Incluso, con la devaluación vista a finales de 2018 y principios de 2019 y su escasa transmisión a los precios, se nota que el nivel de transmisión cambiaría a los precios parece haberse reducido en el país. De la misma forma, el aumento del salario mínimo, que se dio por encima de la inflación esperada para este año, no tuvo un impacto notorio sobre el comportamiento de la inflación básica, pues las presiones salariales no parecieron traducirse en mayores precios de venta de los productores. En parte, este impacto casi imperceptible del salario sobre los precios se puede explicar por el incremento de la tasa de desempleo, lo cual debió implicar menores cuellos de botellas en la contratación por parte de los empresarios.

Como compensación a esta presión bajista de la inflación, los alimentos acelerarán la variación del precio debido a la baja base estadística de 2018, cuando los precios se ubicaron en un rango muy bajo y es difícil que se repita este comportamiento durante este año. Además, durante el primer trimestre se dio un leve déficit de lluvias en Colombia, que unido a los anuncios de un Fenómeno de El Niño (que ya finalizó y no fue ni tan largo ni tan intenso como lo esperado) y la restricción de siembras que pudo implicar, por el temor a que el Fenómeno destruyera las semillas, determinará una reducción en las próximas cosechas. Finalmente, aún habría que esperar si el paro indígena del Sur occidente del país tuvo algún impacto en los precios. A marzo aún no se verificaba ningún efecto.

En total, la inflación básica tendrá un ritmo decreciente durante todo el año, mientras que la de los alimentos se incrementará, dejando muy estable la inflación total, en alrededor de 3,0%. Luego, en 2020, la inflación se mantendrá en 3%, o cerca de ese nivel, hasta agosto, cuando tendrá un ligero incremento hasta 3,2%, nivel en el que terminará en 2020, por el impulso de la inflación de alimentos que, después de reducirse hasta mediados del año, volverá a acelerarse. La inflación básica, por su parte, permanecerá por debajo de 3% desde mayo de 2019 hasta mayo de 2020, momento a partir del cual retornará gradualmente a una variación de 3%.

El segundo punto de análisis del Banco Central es el crecimiento, el cual, como vimos más arriba, seguirá acelerándose muy gradualmente, más basado en inversión que en consumo. Esta composición del PIB reduce las presiones de inflación que implica la aceleración de la demanda interna. No obstante, el Banco analizará el desempeño del consumo público y el balance fiscal, pues las decisiones recientes de la regla fiscal, el anuncio de elevadas privatizaciones para 2019 (no solo para 2020 como ya teníamos) y el mayor pago de utilidades de Ecopetrol al gobierno por el incremento extraordinario del porcentaje distribuido flexibilizaron el gasto público y harán que este rubro se desacelere menos rápido, tal como comentamos antes.

En particular, el déficit fiscal permitido por la regla fiscal ahora es de 2,7% del PIB para 2019 (antes 2,4%) y de 2,3% del PIB para 2020 (antes 2,2%). Con este mayor déficit, el gobierno pretende atender los gastos básicos que demandan los inmigrantes venezolanos, sin reducir al mismo tiempo el gasto público corriente dirigido a atender el funcionamiento normal de los servicios de seguridad social y educación, principalmente. Pese a este mayor déficit, se mantendrá el ritmo decreciente de la deuda pública. Sin embargo, a partir de 2020, la reducción exigida en el déficit y la disminución de la tributación, por los beneficios a las empresas aprobados en la Ley de Financiamiento de 2018, exigen realizar medidas adicionales para la consecución de nuevos ingresos.

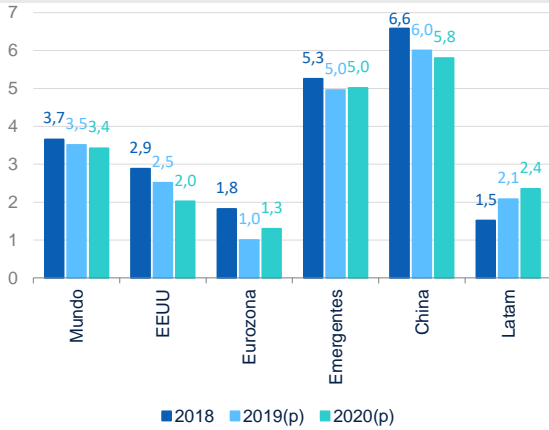
Estas fuentes posiblemente provendrán de los excedentes de la privatización de activos públicos y los reintegros de recursos de algunos fondos públicos, porque el gobierno ha dicho que no presentará nuevas reformas tributarias en su cuatrienio, si bien es claro que las ventas de activos estarían financiando el gasto corriente. Creemos que la solución a los faltantes fiscales desde 2020 debería ser de carácter más estructural. La confianza en el manejo prudente de las finanzas públicas exige una estrategia de tipo estructural, que deberá ser presentada en el marco fiscal de mediano plazo antes del 15 de junio.

El tercer tema de análisis es el contexto externo. En esta materia, las tasas de interés del mundo serán más laxas, si bien los flujos de capital pueden seguir siendo exigentes en su llegada a los países emergentes. Colombia requiere de estos flujos para financiar el déficit en la cuenta corriente. Este déficit reduce (aumenta) la presión sobre la política monetaria siempre que sea más (menos) explicado por la inversión y menos (más) por el consumo.

Así las cosas, el terreno de juego parece estar fijado para que el Banco Central mantenga su tasa de interés, sin incrementos, durante más tiempo. El próximo movimiento al alza no se daría antes del cuarto trimestre de 2019. Y sería de 25 puntos básicos, para cerrar este año en 4,50%. Además, la tasa de interés de largo plazo ahora está más cercana a 4,75%, no en 5% como estimábamos antes, gracias a la menor presión al alza que ejercen las tasas más bajas de largo plazo en los países desarrollados. El Banco Central solo subirá otros 25 puntos básicos en el primer trimestre de 2020 para alcanzar la tasa de largo plazo en 4,75% (Gráfico 6).

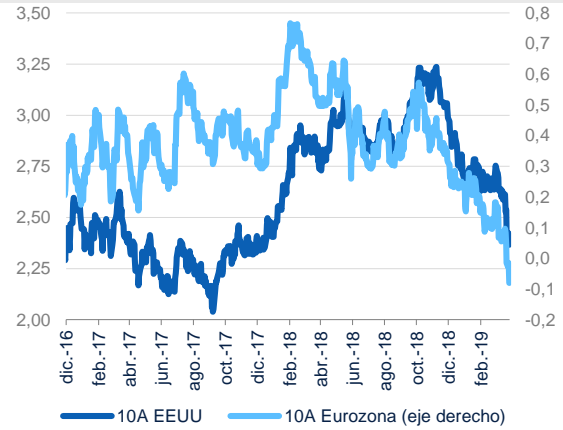
En conclusión, la economía colombiana acelerará su crecimiento de forma gradual, liderada por la inversión diferente a las edificaciones en 2019 y también por estas últimas desde 2020, en un entorno de tasas de inflación controladas y de mayor espacio de la política monetaria para retrasar sus incrementos y para reducir ligeramente su tasa de largo plazo. Los retos más importantes serán el cierre de las cuentas públicas a partir de 2020 y el cierre gradual del déficit de la cuenta corriente para hacerlo más sostenible y financiable. Adicionalmente, el entorno externo será retador.

Gráfico 1 Crecimiento global (Variación anual, %)



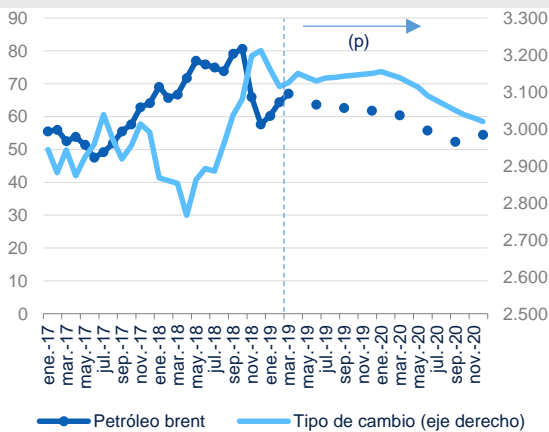
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2 Tasa de interés de largo plazo en desarrollados (%)



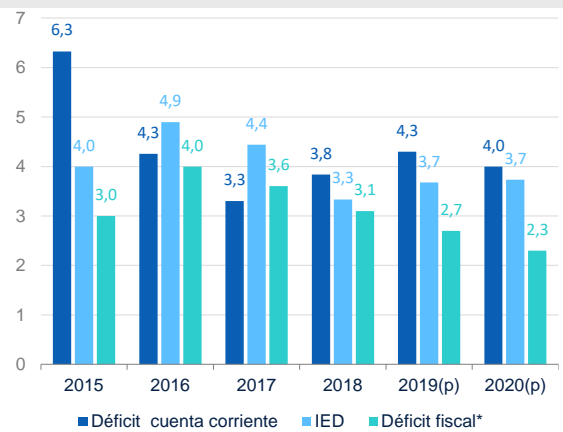
Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg

Gráfico 3 Tipo de cambio y precio del petróleo (Pesos por dólar y dólares por barril Brent)



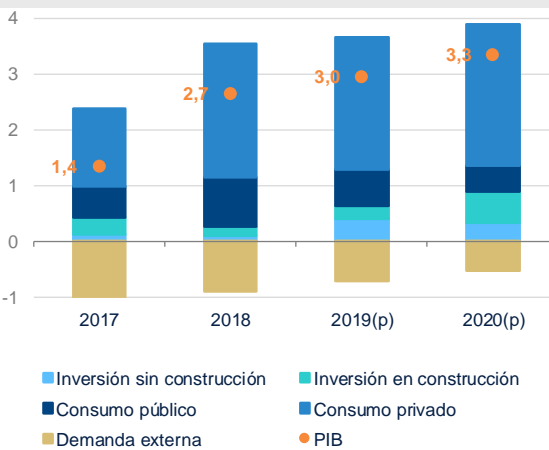
Fuente: BBVA Research con datos del Banco de la República y Ministerio de Hacienda. *Gobierno Nacional Central

Gráfico 4 Déficit fiscal y externo e Inv. Extranjera Directa (Variación anual y contribución a la variación anual, %)



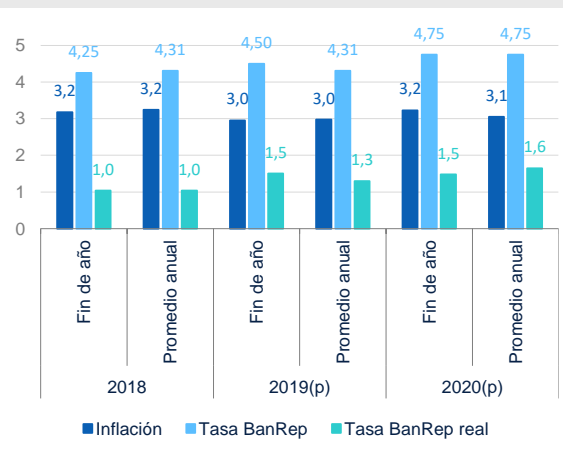
Fuente: BBVA Research con datos del DANE. *Incluye la discrepancia estadística

Gráfico 5 Variación PIB y contribución por componente (Variación anual y contribución a la variación anual, %)



Fuente: BBVA Research y datos observados del DANE

Gráfico 6 Inflación y tasa de política monetaria (Variación anual y E.A., %)



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

Tabla 1 Previsiones Macroeconómicas

	2015	2016	2017	2018	2019	2020
PIB (% a/a)	3,0	2,1	1,4	2,7	3,0	3,3
Consumo Privado (% a/a)	3,1	1,6	2,1	3,5	3,4	3,6
Consumo Público (% a/a)	4,9	1,8	3,8	5,9	4,1	2,9
Inversión (% a/a)	2,8	-2,9	1,9	1,1	2,9	4,0
Inflación (% a/a, fdp)	6,8	5,7	4,1	3,2	3,0	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	5,0	7,5	4,3	3,2	3,0	3,1
Tasa de cambio (fdp)	3.149	3.001	2.984	3.250	3.150	3.020
Devaluación (% fdp)	31,6	-4,7	-0,3	7,3	-1,9	-4,1
Tasa de cambio (promedio)	2.742	3.055	2.951	2.956	3.141	3.088
Devaluación (% fdp)	37,0	11,4	-3,4	0,2	6,1	-1,6
Tasa BanRep (% fdp)	5,75	7,50	4,75	4,25	4,50	4,75
Tasa DTF (% fdp)	5,2	6,9	5,3	4,5	4,7	5,0
Balance Fiscal GNC (% PIB)	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,7	-2,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-6,5	-4,4	-3,3	-3,8	-4,3	-4,0
Tasa de desempleo urbano (% fdp)	9,8	9,8	9,8	10,7	10,6	10,5

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Tabla 2 Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (%, fdp)
T1 16	2,4	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,0	8,6	2.916	7,50
T3 16	1,8	7,3	2.880	7,75
T4 16	2,2	5,7	3.001	7,50
T1 17	1,2	4,7	2.880	7,00
T2 17	1,4	4,0	3.038	5,75
T3 17	1,6	4,0	2.937	5,25
T4 17	1,3	4,1	2.984	4,75
T1 18	2,1	3,1	2.780	4,50
T2 18	2,9	3,2	2.931	4,25
T3 18	2,7	3,2	2.972	4,25
T4 18	2,8	3,2	3.250	4,25
T1 19	3,0	3,2	3.175	4,25
T2 19	2,7	2,8	3.130	4,25
T3 19	2,9	2,9	3.143	4,25
T4 19	3,1	3,0	3.150	4,50
T1 20	3,2	3,0	3.139	4,75
T2 20	3,2	3,0	3.090	4,75
T3 20	3,4	3,1	3.051	4,75
T4 20	3,6	3,2	3.020	4,75

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

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

INTERESADOS DIRIGIRSE A:

BBVA Research Colombia Carrera 9 No 72-21 piso 10. Bogotá, (Colombia). Tel.: 3471600 ext 11448
bbvaresearch@bbva.com www.bbvaresearch.com

