

# Situación Colombia

Tercer trimestre 2010

## Análisis Económico

- El mejor desempeño de la economía colombiana en 1T10 determinó una revisión de la previsión de crecimiento de BBVA Research desde 3,0% a/a a 4,2% a/a para 2010, impulsado por una recuperación más fuerte de la inversión privada y una expansión moderada en el consumo.
- El Banco Central conservará la postura actual de política monetaria hasta finales de 2010 con presiones inflacionarias controladas por la apreciación cambiaria y la persistencia de una brecha negativa del producto.
- El mayor crecimiento y el fuerte incremento en la producción petrolera permitirán una reducción en el déficit fiscal en 2010-2011; no obstante, una mayor aversión al riesgo asociada a la deuda soberana en Europa generaría un sesgo negativo sobre la previsión de crecimiento y comprometería la meta de reducción del déficit fiscal.
- El mayor reto del Gobierno será implementar una regla fiscal compatible con una reducción de la deuda y una disminución en las distorsiones del financiamiento público sobre el tipo de cambio.



# Índice

1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global.....	3
2. Economía colombiana con mejores perspectivas de crecimiento ante dinamismo de la demanda interna.....	5
3. Riesgos de un contagio del incremento en las primas de riesgo en Europa .....	7
4. Desafíos: apreciación del peso y regla fiscal.....	8
5. Tablas .....	9

Fecha de publicación: 29 de julio de 2010

# 1. Reevaluación de las perspectivas de la economía global

**Los efectos del ajuste fiscal sobre el crecimiento de Europa serán menores de lo que suele suponerse. Las repercusiones positivas sobre la credibilidad casi compensarán los efectos negativos de la reducción de la demanda pública. Por el contrario, los riesgos a medio plazo derivados de situaciones fiscales insostenibles en otras regiones desarrolladas posiblemente se estén subestimando**

Uno de los canales más importantes a través de los cuales la crisis fiscal ha afectado a la economía europea ha sido la pérdida de confianza, y un requisito sine qua non para restablecerla es la prudencia fiscal. Los planes de consolidación de Europa se están implementando con arreglo a un calendario presentado a la CE a principios de 2010. La consolidación fiscal europea tiene que centrarse en el aspecto estructural, pero un factor positivo es que el ajuste es rápido y está orientado a reducir el gasto, lo que mejorará la confianza y prácticamente contrarrestará los efectos negativos sobre el crecimiento derivados de la reducción de la demanda pública. Así pues, mientras se persista en la consolidación fiscal, las repercusiones sobre la actividad económica europea serán limitadas y transitorias. Por otra parte, otras economías avanzadas en las que los estímulos fiscales han sido sustanciales y cuyos niveles de endeudamiento crecieron a igual ritmo que el europeo, se muestran relativamente lentas en hacer frente a la obligación de reducir sus déficits y, al menos, estabilizar los niveles de su deuda. Existe un riesgo a medio plazo que se está subestimando, ya que la experiencia demuestra que los efectos de una política fiscal laxa sobre los tipos de interés son altamente no lineales, existiendo el riesgo de un súbito incremento de los tipos a largo plazo y de un desplazamiento de la demanda privada, exactamente el efecto opuesto que pretenden los paquetes de estímulos fiscales.

**El principal riesgo para las perspectivas globales todavía procede de los mercados financieros. Las pruebas de solvencia han tenido repercusiones positivas, aunque asimétricas, en Europa. Si bien se han reducido los riesgos, las posibilidades de un retroceso siguen siendo significativas**

Los riesgos financieros, derivados de los problemas de la deuda soberana, formaron un círculo vicioso que acabó aumentando el riesgo de mercado y absorbiendo la liquidez, en especial en Europa. No obstante, el fuerte aumento de las tensiones financieras en Europa durante el segundo trimestre está empezando a mermar (véase el Gráfico 1). La publicación de los resultados de las pruebas de solvencia de Europa (stress test) ha tenido el efecto positivo de bajar las tensiones, aunque se ha observado una clara diferenciación entre los países. En particular, pueden obrar como un potente impulso para disipar la incertidumbre sobre el sistema financiero español, ya que la implementación de las pruebas ha sido rigurosa y sus resultados, muy informativos, parecen creíbles. Indudablemente, los riesgos para Europa y para la economía mundial procedentes de los mercados financieros siguen siendo el principal motivo de preocupación.

**Creciente divergencia en las estrategias de políticas monetaria. El incremento de la incertidumbre llevará a la Fed y al BCE a retrasar el retiro de los estímulos monetarios. Por contraposición, en gran parte de Asia y en América Latina ya ha comenzado el alza de tipos**

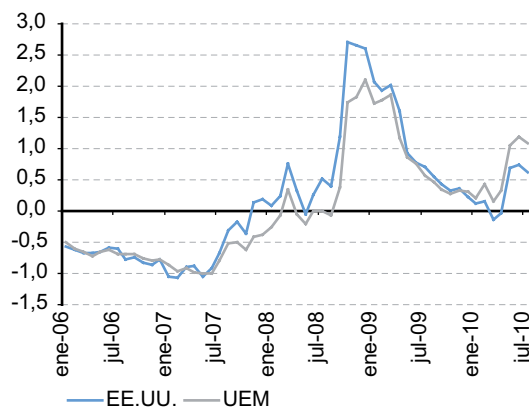
Las tensiones financieras de Europa y la incertidumbre con respecto al ritmo de recuperación de EE.UU. obligarán a los bancos centrales de ambas regiones a retrasar sus primeros aumentos de tipos de interés, así como a mantener tipos de referencia muy bajos durante un período prolongado. Las presiones inflacionarias en ambas áreas seguirán controladas, lo que les permitirá mantener políticas monetarias flexibles. No obstante, una recuperación más rápida en EE.UU. llevará a una salida de la política monetaria antes que en Europa, y ambos factores pesarán sobre el euro. Aunque los dos bancos centrales demorarán los ajustes monetarios, la manera de comunicar y de evaluar los riesgos sigue diferenciando a ambas instituciones, lo que limita la relativa capacidad de reacción del BCE, en especial a los riesgos deflacionarios. Por otra parte, en las economías emergentes ya han comenzado las alzas de tipos de referencia, tras la pausa (en especial en Asia) que provocó la crisis de la deuda europea. Esto contribuirá a reducir las presiones inflacionarias en Asia —donde habían comenzado a dispararse— e impedirá que se produzcan posibles presiones en Sudamérica más avanzado el año. Una importante excepción es el Banco de México, que posiblemente mantendrá los tipos de interés hasta el segundo trimestre de 2011. La inflación aumentará a lo largo del segundo semestre de 2010, pero se situará en el 4T10 en el 5%, en el centro de la banda prevista por Banxico, y con unas perspectivas de largo plazo bien ancladas en el entorno del 3.5%. Ese anclaje, por encima del 3%, la paulatina reducción de la brecha de producto negativa y las rigideces existentes en la formación de precios de algunos mercados permiten descartar bajadas adicionales de tasas en el escenario previsto.

**La economía mundial marcha hacia una desaceleración suave y diferenciada. Esta situación será conveniente para China y el resto de los países emergentes de Asia, ya que se producirá una convergencia del crecimiento hacia tasas más sostenibles. No obstante, la demanda privada estadounidense seguirá siendo frágil sin apoyo oficial, en tanto que en Europa la confianza se verá negativamente afectada por las consecuencias de la crisis financiera**

Los ecos de la crisis financiera europea en otras regiones geográficas han sido relativamente limitados. No obstante, en los próximos tiempos la economía global se desacelerará (véase el Gráfico 2). La gravedad de las tensiones financieras europeas afectará a la confianza y reducirá el crecimiento en el segundo semestre de 2010 y a principios de 2011. Además, la demanda externa no será tan sólida como lo fue el primer semestre, aunque aportará cierto apoyo a la actividad económica. En EE.UU. es probable que la recuperación pierda impulso como resultado de la situación en los mercados de trabajo y de la vivienda. Esto muestra los límites de la demanda privada como motor autónomo del crecimiento. En China, la desaceleración del crecimiento del PIB en el segundo trimestre y algunos indicadores de moderación de la actividad demuestran que las medidas de ajuste de las autoridades están siendo eficaces para dirigir la economía hacia tasas de crecimiento más sostenibles. La economía también se desacelerará en América Latina durante 2011, aunque manteniendo altos índices de crecimiento. Por consiguiente, las divergencias seguirán ampliándose entre las economías avanzadas y emergentes, y también dentro de cada uno de estos grupos.

Gráfico 1

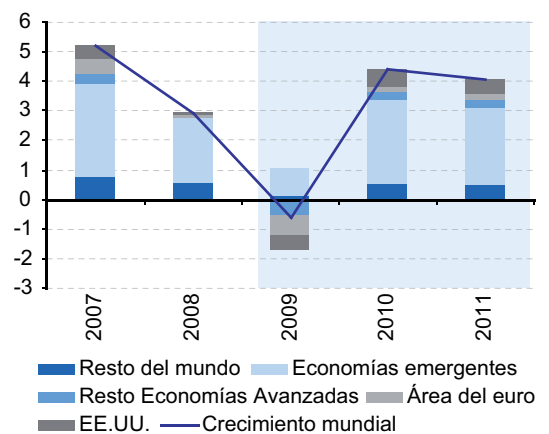
**Índice de tensiones financieras\***



\* Indicador compuesto de tensiones financieras en tres mercados de crédito (soberano, corporativo y financiero), restricciones de liquidez y volatilidad de los tipos de interés, tipos de cambio y mercados de renta variable  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

**Aportaciones al crecimiento del PIB mundial**



Fuente: BBVA Research basándose en cuantías nacionales

**Aunque se han tomado algunas medidas en la dirección correcta, de cara al futuro sigue pendiente el necesario reequilibrio global de la demanda y la reducción de los desequilibrios globales**

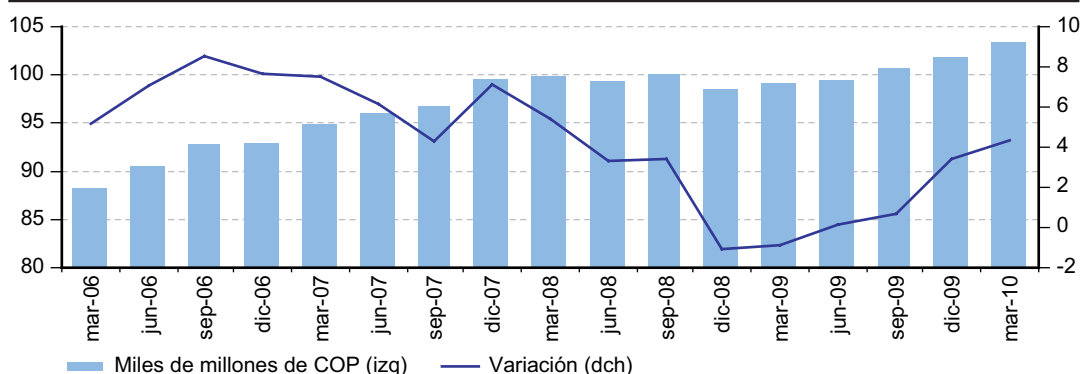
Continúa el reequilibrio de la economía china hacia un aumento de la demanda interna (especialmente el consumo), y la reciente prórroga de las medidas de flexibilidad monetaria podría ser de ayuda. No obstante son necesarias más reformas para ajustar mejor el peso del consumo a los parámetros internacionales. También otras economías avanzadas con superávit deben implementar reformas para aumentar la demanda interna, notablemente en el sector servicios. Por otra parte, EE.UU. y otros países con importantes necesidades de financiación externa deberán pasar desde un modelo basado en el consumo a otro fundamentado en las inversiones, en especial en los sectores transables. La reciente crisis financiera ha mostrado los límites de la financiación exterior del crecimiento. Las economías con altas necesidades de financiación externa son muy vulnerables al recrudescimiento de las tensiones financieras internacionales, y las recientes y súbitas fluctuaciones de los tipos de cambio pueden minar la estabilidad financiera mundial.

## 2. Economía colombiana con mejores perspectivas de crecimiento ante dinamismo de la demanda interna

Pese al agravamiento de la aversión al riesgo en el segundo trimestre del año, la economía colombiana mantuvo el dinamismo de los primeros meses del año, cuando el crecimiento del PIB sorprendió por encima de las expectativas de BBVA y del consenso del mercado (véase Gráfico 3). Lo anterior llevó a una revisión de nuestra previsión de crecimiento de 3,0% a 4,2% en 2010 y de 4,4% a 5,0% en 2011. Este nuevo escenario se basa esencialmente en un mayor crecimiento de la demanda interna, impulsada por un mejor comportamiento de la inversión privada y una recuperación sostenida en el consumo de los hogares.

Gráfico 3

### PIB (Niveles y variación a/a, %)

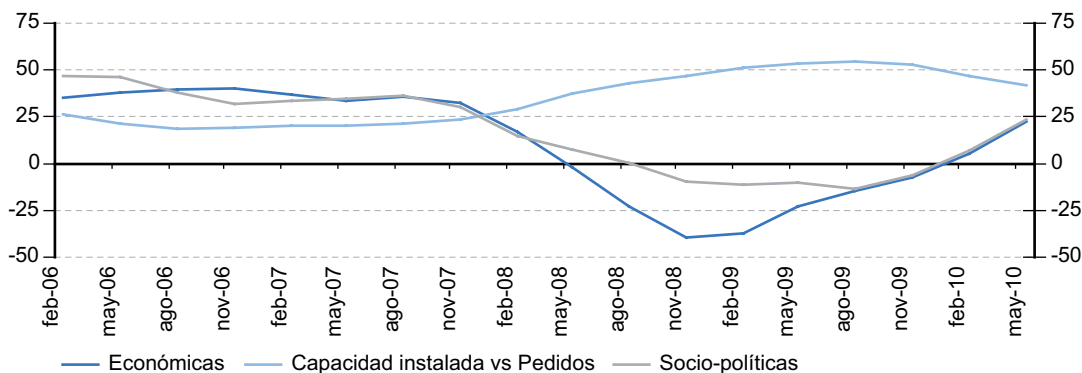


Fuente: DANE y BBVA Research

Del lado de la inversión, destaca la recuperación de la confianza de los empresarios, que en los últimos meses ha estado impulsada no sólo por la mejora en las expectativas respecto al futuro sino también por una mejor percepción acerca del comportamiento de las existencias y de los pedidos, situación que se ha reflejado en una menor capacidad instalada ociosa (véase Gráfico 4). De esta manera, la recuperación de la inversión privada permitirá compensar la menor contribución del gasto en obras civiles, esperada para el segundo semestre del año. Con relación al consumo privado, su recuperación seguirá impulsada por la fuerte mejora en la confianza de los hogares y la disminución en la carga financiera de los mismos gracias a las bajas tasas de interés. No obstante, el crecimiento del consumo será acotado como consecuencia del menor ajuste de este rubro durante el ciclo de desaceleración y la incertidumbre en torno al panorama laboral, en la medida que la tasa de desempleo se mantendrá en niveles cercanos al 12%.

Gráfico 4

### Condiciones para la inversión (Series ajustadas por estacionalidad)

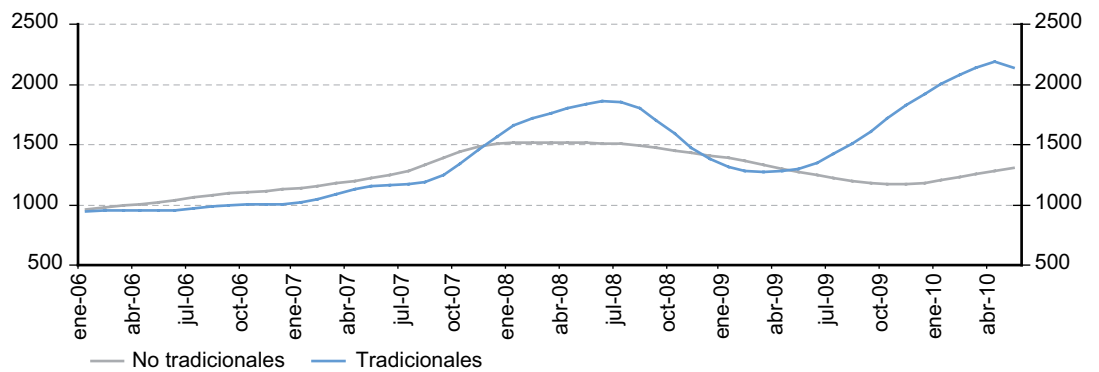


Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

En línea con nuestra previsión anterior, la demanda externa neta tendrá una contribución negativa al crecimiento. Sin embargo, este hecho es más el reflejo del mayor dinamismo de las importaciones que el resultado de un desempeño negativo de las exportaciones, pues en lo corrido del año estas últimas han presentado un menor deterioro del esperado, gracias a la dinámica de recuperación de los principales socios comerciales del país y de algunos avances en la diversificación de los mercados de comercio exterior, como es el caso del incremento en el volumen de exportaciones hacia países de Centro y Sur América (véase Gráfico 5). De otro lado, este año seguirán vigentes las restricciones comerciales impuestas por Venezuela, situación que ha llevado las ventas hacia este país a ubicarse en sus niveles mínimos desde 2005. En caso de presentarse un giro en las relaciones diplomáticas con el vecino país, especialmente ante el cambio de Gobierno a partir del 7 de agosto, ello permitiría iniciar un proceso de normalización de las relaciones comerciales, lo cual implicaría un sesgo al alza en el crecimiento, aunque moderado por la recesión que hoy sufre Venezuela.

Gráfico 5

**Exportaciones (serie ajustada por estacionalidad, USD millones)**



Fuente: DANE y BBVA Research

Durante 2010 se concretará el retiro del estímulo fiscal, lo cual se traducirá en una disminución en el crecimiento de la demanda pública (consumo del Gobierno e inversión en obras civiles) desde 11,6% a/a observado en 2009 a cerca de 1,0% en 2010. El déficit fiscal esperado para este año es de 4,2% del PIB, ligeramente inferior a la meta del Gobierno y consistente con el mejor desempeño observado en el recaudo tributario, el cual deberá superar los cálculos del plan fiscal que incorpora una tasa de crecimiento económico de 3,0%. Adicionalmente, se prevé que el cambio recientemente anunciado respecto a las fuentes de financiamiento del Gobierno para este año, que contempla un incremento en la emisión de deuda interna y externa con el fin de sustituir menores flujos por privatizaciones, generará un impacto moderado sobre la liquidez interna dado que el roll over de la deuda será inferior al 100% en la segunda mitad del año.

La mayor dinámica de la demanda doméstica y su impulso sobre las importaciones determinarán un deterioro leve en el déficit de la cuenta corriente, el cual se prevé en 2,1% del PIB para 2010. El superávit de la balanza comercial seguirá impulsado por elevados términos de intercambio y la recuperación de la demanda global, si bien el entorno económico externo hace prever un menor ritmo de incremento de dichas variables en la segunda parte del año. Este excedente de divisas será contrarrestado por mayores salidas relacionadas con giros de utilidades de empresas extranjeras en el país. Los flujos de largo plazo serán la principal fuente de financiamiento para el déficit externo, aunque continuarán concentrados en minería e hidrocarburos ante la perspectiva de mayor producción petrolera en los próximos años.

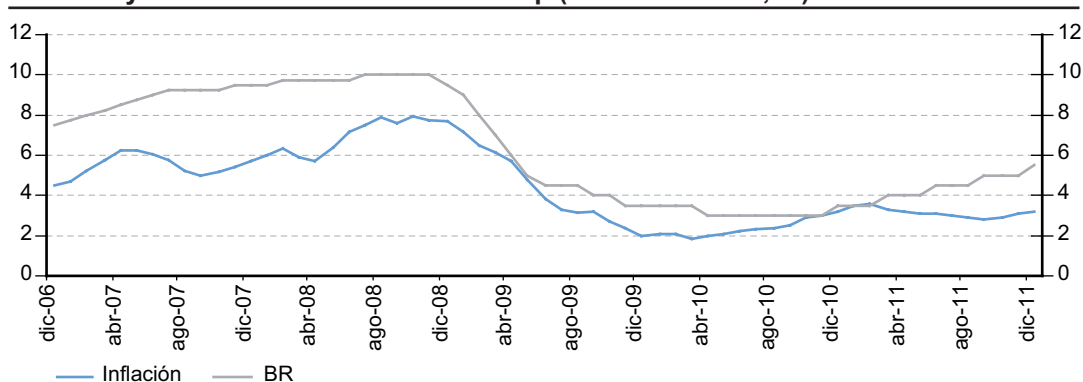
La aceleración de la demanda no generará presiones inflacionarias por encima del rango meta establecido para 2010 por el Banco de la República, que coincide con la meta de largo plazo (entre 2% y 4%). En efecto, en el primer semestre la inflación sorprendió a la baja debido a la menor incidencia de factores de oferta relacionados con el Fenómeno del Niño (véase Gráfico 6). Hacia adelante, si bien el mejor ritmo de actividad económica y la baja base de comparación de 2009 son factores que juegan a favor de un incremento en la inflación anual, éstos serán compensados por los efectos de la apreciación cambiaria y los menores precios de algunos productos agropecuarios, mientras que la brecha del producto seguirá siendo negativa a lo largo del año, reflejándose en bajas presiones por el lado de la demanda. En línea con lo anterior, esperamos una inflación de 3,2% para el cierre de 2010, revisando esta cifra frente al 3,4% a/a esperado anteriormente. Ante este escenario, la política monetaria mantendrá su postura expansiva durante la mayor parte de 2010. El Banco de la República

iniciará un nuevo ciclo de incrementos en la tasa de referencia hacia finales del año, como respuesta al impulso del ciclo económico y a la expectativa de una aceleración de la inflación en los primeros meses de 2011.

El crédito mantendrá una senda de expansión moderada con un mayor dinamismo de la cartera hipotecaria y, en menor medida, de la cartera de consumo. Este repunte será motivado por la política de subsidios para la adquisición de vivienda (vigente hasta diciembre de 2011, o antes, en caso de agotar los cupos disponibles), la mayor disposición de los hogares hacia la compra de bienes durables y la perspectiva de bajas tasas de interés. La recuperación de la cartera comercial será más pausada debido a la mayor financiación de las empresas con emisiones de deuda corporativa, impulsada por las atractivas condiciones de mercado. En general, la dinámica de crecimiento del crédito estará acompañada de mejoras en los indicadores de calidad.

Gráfico 6

**Inflación y tasa de intervención del Banrep (Variación anual, %)**



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

En la segunda parte del año el tipo de cambio se mantendrá en niveles por debajo de lo observado en el primer semestre, pues a los factores que venían impulsando la apreciación cambiaria en meses pasados, se suman las mejores perspectivas de crecimiento y una disminución en la percepción de riesgo del país, que ha llevado incluso a algunas calificadoras de riesgo a pronunciarse favorablemente sobre el panorama de la deuda soberana. Adicionalmente, el Banco de la República decidió no renovar el programa de intervención cambiaria vigente entre los meses de marzo y junio, anuncio que contribuyó a acentuar la tendencia de apreciación de la moneda local. En adelante, la política cambiaria del Emisor estará influenciada por la evolución de la situación externa, en particular, por la continuidad en la aversión al riesgo asociada a los problemas fiscales en Europa, así como por el grado de desaceleración cíclica de la economía estadounidense, lo cual recientemente ha generado una depreciación del dólar a nivel global. En caso de prolongarse el proceso de apreciación del peso, el Emisor se vería obligado a tomar nuevas medidas cambiarias, teniendo en cuenta que la tasa de cambio real se encuentra en niveles mínimos históricos.

### 3. Riesgos de un contagio del incremento en las primas de riesgo en Europa

En un escenario en el cual los riesgos financieros asociados a los problemas de deuda soberana en Europa se reflejaran en una recaída del crecimiento global, la economía colombiana se enfrentaría a una reducción en su ritmo de crecimiento y se aplazaría el proceso de consolidación de las cuentas fiscales.

De una parte, una desaceleración en las economías avanzadas implicaría un descenso en la demanda externa y una mayor contribución negativa de ésta al crecimiento, al tiempo que la mayor incertidumbre a nivel global se traduciría en un retroceso en la confianza de los consumidores, afectando el gasto de los hogares. En un contexto de caída en los precios de los commodities, se daría una reducción de los beneficios asociados al fuerte incremento de la producción de petróleo y una moderación de los flujos de inversión extranjera directa hacia los sectores de minería e hidrocarburos, si bien dichos flujos mostraron una importante resistencia durante la desaceleración económica global de 2008-2009. A su vez, los menores términos de intercambio generarían presiones sobre las cuentas públicas, teniendo en cuenta que si bien la minería sólo representa un 6% del producto total ésta genera importantes ingresos fiscales, al aportar una tercera parte del impuesto de renta e IVA proveniente de las personas

jurídicas, además de los dividendos pagados por Ecopetrol y cuantiosas regalías de las entidades territoriales. Esta situación pondría límites a la reducción del déficit fiscal previsto para este año y retrasaría el proceso de consolidación de las finanzas públicas, en especial dada la meta de equilibrio fiscal en el año 2014, tal como ha venido proponiendo el Gobierno electo y según lo trazado en el proyecto de la regla fiscal.

Asimismo, si bien la vulnerabilidad de las cuentas externas sería acotada, en la medida que el déficit en cuenta corriente ha disminuido frente a los niveles de años anteriores y su financiación se basa mayoritariamente en flujos de largo plazo, el país no estaría exento de los efectos de un eventual choque de mayor costo de acceso a financiamiento externo. El ajuste requerido estaría favorecido por la flexibilidad de la tasa de cambio y no constituiría una elevada fuente de preocupación en la medida que el país tiene acumulado un nivel suficiente de reservas internacionales y cuenta con una línea de crédito flexible del FMI por USD3.500 millones hasta mayo de 2011, que podría ser utilizada en caso de un cierre en los mercados de capitales.

## 4. Desafíos: apreciación del peso y regla fiscal

Las presiones de apreciación sobre el peso colombiano seguirán presentes en los próximos meses. Aunque con la intervención cambiaria el Banco de la República logró moderar la apreciación del peso colombiano, sin generar una fuerte expansión de la liquidez, en la segunda parte del año el manejo monetario-cambiarío se torna más complejo. En efecto, de renovarse la intervención cambiaria, la autoridad monetaria tendrá que recurrir a operaciones de esterilización ante los elevados pagos de deuda pública interna en lo que resta del año y su impacto expansivo sobre la liquidez, en un contexto en el cual las expectativas de inflación estarán en aumento. Este dilema se acentuaría de manera significativa en caso de una mejora en las perspectivas de calificación de la deuda soberana del país, lo cual atraería importantes flujos de capital al país.

Por su parte, el Gobierno enfrenta el reto de mantener la credibilidad de la política fiscal. Ello adquiere mayor importancia en la coyuntura actual, ya que en un entorno de mayor aversión al riesgo, la diferenciación regional podría dejar a Colombia en desventaja dado el elevado déficit fiscal en la comparativa con otros países de América Latina, forzando a un ajuste del mismo más rápido de lo previsto. Además, en el caso de una desaceleración global, Colombia tendría un estrecho espacio para implementar una política fiscal anti-cíclica, luego los incentivos a la actividad tendrían que recaer en la política monetaria, extendiendo la postura de bajas tasas de interés por un tiempo más prolongado.

El Gobierno ha anunciado que ante la mejora en las expectativas de crecimiento y la alta probabilidad de enfrentar un auge minero-energético en los próximos años, los excedentes derivados de los mayores ingresos se utilizarán para reducir el nivel de la deuda pública y, posteriormente, para la creación de un fondo de estabilización. Con este fin se encuentra en proceso el diseño de una regla fiscal que será presentada ante el Congreso por el próximo Gobierno, además de una reforma al régimen de regalías. La regla fiscal se crea con dos objetivos principales: i) reducir el riesgo de adoptar posturas fiscales procíclicas, en la medida que fija una meta de déficit primario corregido por el ciclo económico, y ii) determinar acciones predecibles de política que contrarresten las fluctuaciones indeseables en el gasto público, los impuestos y la actividad económica asociadas a los choques de precios o cantidades producidas de petróleo. Sin duda, estas iniciativas tenderán a fortalecer el marco general de la política macroeconómica en Colombia durante los próximos años, favoreciendo la flexibilidad cambiaria y una mejor coordinación entre la política monetaria y fiscal. Sin embargo, BBVA Research no descarta que en un escenario global menos favorable o ante un crecimiento de la producción petrolera por debajo de lo esperado, sea necesario impulsar reformas estructurales adicionales dirigidas a aumentar el nivel de recaudo tributario y flexibilizar el gasto público, para así consolidar una senda de reducción de la deuda pública hacia niveles comparables con países que tienen grado de inversión.



## 5. Tablas

Tabla 1

**Previsiones macroeconómicas: anuales**

	2009	2010	2011
PIB (% a/a)	0,8	4,2	5,0
Inflación (% a/a, promedio)	3,8	2,5	3,1
Tasa de cambio (vs. USD, promedio)	2157	1942	1887
Tasa REPO (% , promedio)	4,75	3,25	4,75
Consumo Privado (% a/a)	1,1	4,0	5,0
Consumo Público (% a/a)	2,6	3,0	1,3
Inversión (% a/a)	3,2	7,9	7,7
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,8	-3,9	-3,3
Cuenta Corriente (% PIB)	-2,0	-2,1	-1,8

Fuente: BBVA Research

Tabla 2

**Previsiones macroeconómicas: trimestrales**

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, prom)	Tasa de Cambio (vs. USD, prom)	Tasa REPO (%, prom)
T1 09	-0,9	6,1	2415	7,00
T2 09	0,1	3,8	2233	4,50
T3 09	0,7	3,2	2017	4,00
T4 09	3,4	2,0	1965	3,50
T1 10	4,4	1,8	1947	3,50
T2 10	4,2	2,2	1950	3,0
T3 10	4,0	2,5	1940	3,0
T4 10	4,3	3,2	1930	3,5
T1 11	4,3	3,3	1915	4,0
T2 11	5,0	3,1	1900	4,5
T3 11	5,2	2,8	1852	5,0
T4 11	5,4	3,2	1880	5,5

Fuente: 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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia

*Economista Jefe*  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co

**María Paola Figueroa**  
maripaola.figueroa@bbva.com.co

**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com.co

**María Claudia Llanes**  
maria.llanes@bbva.com.co

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*  
**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com  
Escenarios Financieros  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com  
Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com  
Escenarios Económicos  
**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@grupobbva.com  
Regulación y Políticas Públicas  
**María Abascal**  
maria.abascal@grupobbva.com

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com  
Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com  
Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com  
Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com  
España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com  
Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Estados Unidos y México:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com  
Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@bbvacompass.com  
México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Emergentes:*

**Alicia García-Herrero**  
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk  
Análisis Transversal Economías Emergentes  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com  
Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com  
Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk  
Sudamérica  
**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl  
Argentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bancofrances.com.ar  
Chile  
**Alejandro Puente**  
apuente@grupobbva.cl  
Colombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com.co  
Perú  
**Hugo Perea**  
hperea@grupobbva.com.pe  
Venezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@provincial.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com

Situación Colombia está disponible en inglés