

Situación Colombia

Primer Trimestre de 2015
Unidad de Colombia

- Crecimiento mundial sigue en ascenso, aunque a un ritmo lento y heterogéneo, con el crecimiento de EE.UU compensando la debilidad de Japón y la Zona Euro. Los riesgos de crecimiento mundial siguen siendo bajistas
- Esperamos un crecimiento de 3,6% en el PIB para 2015 y de 4,0% para 2016. El consumo y el gasto público soportarán el resultado de este año. En 2016, por su parte, serán las exportaciones el principal impulso, y el consumo privado tendrá una desaceleración
- Inflación de 2015 cerraría en 3,5%. Por cuenta de la devaluación, el primer semestre registraría una inflación cercana al 4%, la cual se desaceleraría en el segundo semestre con el menor ritmo económico
- Banco de la República recortaría en 50 puntos básicos su tasa de intervención. Este recorte sería condicional a que las expectativas de inflación se mantengan ancladas a la meta de largo plazo
- El déficit del GNC se ubicará en 2,8% en 2015 y 2,5% en 2016. Factores cíclicos permiten que los déficits se ubiquen por encima de los estructurales, cumpliendo el mandato de la regla fiscal. El año 2016 requerirá de una nueva reforma tributaria y de un ajuste en gasto

Índice

1 Resumen	3
2 Global	4
3 Mercados locales reaccionan al menor precio del petróleo	6
4 Crecimiento económico menor pero más balanceado	8
5 Cuentas fiscales: reforma tributaria en 2016	11
6 Ampliación del déficit en cuenta corriente es un riesgo contenido y se corrige en 2016	13
7 La inflación en 2015 y 2016 se ubicará en el rango superior de la meta	15
8 Política monetaria: impulso a actividad económica	17
9 Tipo de cambio: devaluación en marcha	19
10 Riesgos de la economía colombiana sesgados a la baja	20
11 Tablas con pronósticos macroeconómicos	21

Fecha de cierre: 6 de febrero de 2015

1 Resumen

El crecimiento mundial sigue en ascenso, aunque a un ritmo lento. El consolidado crecimiento de EE.UU compensará el débil crecimiento de Japón y la Zona Euro, y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes. **Así, estimamos que el crecimiento mundial se ubicará en 3,6% y 3,8% en 2015 y 2016, respectivamente.**

El petróleo fue una fuente importante de crecimiento en los años recientes. **Ahora que los precios del petróleo son menores, la economía recibirá un choque negativo proveniente del sector minero-energético.** Sin embargo, el efecto será acotado por su baja incidencia en el PIB y por la compensación de otras actividades.

Esperamos un crecimiento de 3,6% en el PIB para 2015. El consumo será el principal bastión de la demanda doméstica en 2015, creciendo 4,3% anual. Otro factor importante para la demanda doméstica será el mantenimiento de un gasto público elevado.

Para 2016 no esperamos efectos directos del menor precio del petróleo sobre la economía. Sin embargo, el ajuste fiscal de 2016, por los menores ingresos petroleros del ejercicio de 2015, implicará un (posible) incremento en el IVA, con efectos negativos en el consumo privado, y un recorte en el gasto público. **En total, esperamos un crecimiento de 4,0% gracias al aporte positivo de las exportaciones.**

Seguimos aumentando la devaluación del peso colombiano como respuesta a la caída en el precio del petróleo. La caída en el precio del petróleo fue más fuerte de lo que la anticipábamos y los precios se han mantenidos en niveles mínimos de los últimos años. No obstante, creemos que el precio del petróleo tocaría piso y la tasa de cambio alcanzará su nivel máximo durante el 1T15. A partir del 2T15 el precio del crudo se recuperará paulatinamente con lo cual el tipo de cambio corregirá parte de su reciente incremento.

La inflación se acercará en el 1S15 temporalmente al techo del rango meta. La devaluación de los últimos meses de 2014 presionará al alza los precios durante este semestre. **No obstante el menor crecimiento económico de 2015 desacelerará el crecimiento de los precios ubicando su variación en 3,5% a finales de año.** Para 2016 esperamos una inflación de 3,3%.

El déficit en la cuenta corriente esperado para 2015 es de 4,9% del PIB y de 3,7% del PIB para 2016. Las exportaciones diferentes a la minería (industriales y agrícolas) se favorecerán de la devaluación real del tipo de cambio y de la mayor demanda desde los países desarrollados, pero serán más que compensadas por el menor precio promedio del petróleo. Las importaciones se mantendrán estables en dólares durante 2015 y en 2016 tendrán un rebote de 7% anual. Finalmente, la renta de factores será elevada en 2015, pero se corregirán notablemente en 2016 por las menores utilidades de la industria minera.

El menor crecimiento derivado del choque petrolero y una inflación dentro del rango meta le otorgará mayor flexibilidad a la política monetaria del Banco de la República en 2015. Esperamos que la tasa de política monetaria se reduzca en 50pb hasta 4,0% durante el segundo trimestre del año, condicional a que las expectativas de inflación se conserven ancladas a la meta de largo plazo.

El 2015 será un año tranquilo para las finanzas del GNC gracias a los mayores ingresos tributarios obtenidos con la reforma tributaria de finales de 2014, la flexibilidad que introduce la regla fiscal al permitir un déficit observado mayor al estructural y al espacio existente para financiar el mayor déficit. **En 2016 la situación fiscal estará más estrecha** y requerirá de un ajuste del gasto y de mayores ingresos, medidas que en su conjunto deberán aliviar las finanzas en 0.7% del PIB. Los mayores ingresos provendrán de una **reforma tributaria que debería aumentar la tarifa del IVA en 2 puntos.**

2 Global

El crecimiento mundial aumentaría al 3,6% en 2015 y 3,8% en 2016.

La economía mundial creció en el cuarto trimestre de 2014 a un ritmo similar al tercero, cercano al 0,8% trimestral. El dinamismo de EE.UU. habría compensado la debilidad de la recuperación de Japón y del área del euro y la desaceleración progresiva de China y de otras economías emergentes. Así, estimamos que el PIB mundial habría crecido 3,3% en 2014, una décima más que en 2013, con las economías desarrolladas incrementando ligeramente su aportación respecto a los tres años previos y las emergentes continuando su desaceleración.

Una de las novedades en el panorama económico global en los últimos meses es la intensa caída del precio de petróleo y su impacto desigual sobre los países según sean importadores o exportadores netos. Cabe esperar que el balance global del abaratamiento del petróleo sea positivo en términos de crecimiento, en la medida en que la liberación de rentas de hogares y empresas en las economías importadoras (es el caso de EE.UU., el área del euro y China) compense la caída de la actividad de los principales países productores. Por otro lado, la corrección del precio del petróleo también acentúa el riesgo de un escenario de inflación demasiado baja en algunas regiones desarrolladas, por lo menos hasta finales de 2015.

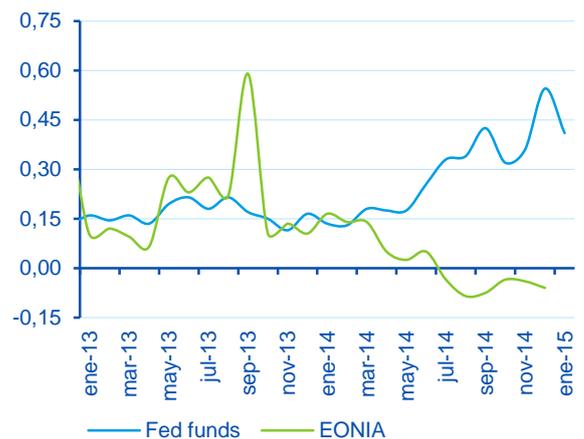
El repunte de la volatilidad en los mercados financieros, hasta cotas de mediados de 2013 según los índices BBVA de tensiones financieras (Gráfico 2.1), es otro de los elementos destacados del trimestre, común a países emergentes y desarrollados como consecuencia de dos factores: (i) las dudas sobre el desempeño económico de muchas economías emergentes; y (ii) la incertidumbre en torno al ciclo de subidas de tipos de interés de la Fed.

Gráfico 2.1
Índice de Tensiones Financieras BBVA Research



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

Gráfico 2.2
Expectativas de política monetaria: tipos de interés forward a 12 meses vista, %



Fuente: BBVA Research y Bloomberg

En este contexto de baja inflación y crecimiento económico moderado, las políticas monetarias mantienen el tono acomodaticio aunque con sesgos diferenciados si atendemos a la posición de la Fed y el Banco de Inglaterra, por un lado, y a la del BCE o el Banco Central de China, por otro (Gráfico 2.2).

De este modo, la mejora del crecimiento mundial se mantendrá en 2015 y 2016, superando el 3,5% en promedio, pero también habrá una diferenciación relevante entre áreas dados los efectos asimétricos del descenso del precio de las materias primas y de la divergencia de políticas monetarias en el bloque desarrollado, los dos eventos que marcan a priori las perspectivas del escenario económico global.

Con todo, y pese al soporte que ofrecerán las políticas económicas y el descenso del precio del petróleo, los riesgos para el crecimiento mundial en 2015 siguen siendo bajistas. Al recrudecimiento de las tensiones geopolíticas, se unen los vinculados a la efectividad de las políticas monetarias para incrementar las expectativas de inflación y establecer, en el caso particular de la Fed, una estrategia de retirada de estímulos que no deteriore las condiciones de financiación de las economías emergentes hasta un grado tal que frene su crecimiento.

Estados Unidos consolida la recuperación y la Fed se prepara para subir los tipos de interés.

EE.UU. ha recuperado el dinamismo a lo largo de 2014, basado en la fortaleza de la demanda doméstica. Y también la caída del precio del petróleo. Hacia delante, el crecimiento podría repuntar hasta el 2,9% en 2015 lo que, junto con una baja inflación acentúa el dilema de la FED a la hora de iniciar el proceso de normalización monetaria. En este contexto, nuestra previsión de la primera subida de los tipos de interés por parte de la Fed se mantiene para el tercer trimestre.

Continúa la controlada desaceleración de la actividad en China

En China, la lenta desaceleración de la actividad ha continuado, con un crecimiento estimado de 7,2% en el cuarto trimestre, el ritmo de avance más contenido desde 2009, por la pérdida de pulso de la inversión en capital fijo, el deterioro de la competitividad exterior que arroja la apreciación del yuan y el ajuste del sector inmobiliario.

Aunque se mantiene la previsión de crecimiento para 2015 en el 7%, los riesgos están claramente sesgados a la baja fruto de la magnitud de los desequilibrios financieros acumulados, la incertidumbre sobre la evolución del mercado inmobiliario, y las dudas sobre la capacidad de las políticas para acompasar la corrección de los desequilibrios existentes con la liberalización económica en marcha. Es importante recordar que las autoridades han empezado a mostrar una mayor tolerancia a la desaceleración económica, siempre que se mantenga un aumento de empleo consistente con el comportamiento de la población activa.

Por último, continúan las presiones a la baja sobre la inflación en Europa

La eurozona es, entre las grandes áreas económicas, aquella que concentra la mayor probabilidad de enfrentarse a un escenario de inflación demasiado baja durante un período prolongado de tiempo. A las sorpresas negativas en los registros de precios al consumo, se suma un perfil de recuperación económica moderada, en línea con lo esperado. En particular, se anticipa un crecimiento del 0,8% en 2014, que aumentaría al 1,3% para 2015, apoyada en la caída del precio del petróleo, la depreciación acumulada por el euro en los últimos meses y la relajación de las condiciones monetarias derivada de la actuación del BCE. Entre los principales focos de riesgo bajista está un recrudecimiento de las tensiones en el área de influencia de Rusia. Un segundo factor de riesgo es la incertidumbre que generan las divergencias entre algunas autoridades nacionales y las instituciones de la unión sobre cuál es la combinación más apropiada de reformas de oferta, ritmo de consolidación fiscal y apoyo del BCE para favorecer el crecimiento. Finalmente, otro riesgo es que sigan cayendo las expectativas de inflación a medio plazo, desincentivando el consumo a corto plazo y, con ello, retroalimentando dicha caída.

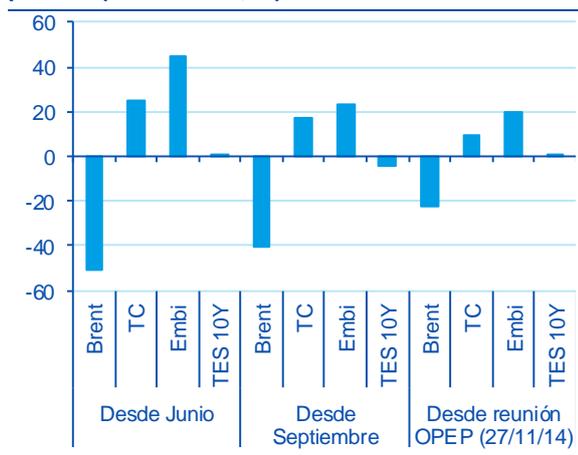
3 Mercados locales reaccionan al menor precio del petróleo

El precio del petróleo (Brent) ha caído cerca de 54% desde su punto máximo a mediados de 2014 (Gráfico 3.1). La reducción fue más profunda durante diciembre y enero, una vez se supo que la OPEP no recortaría sus niveles de producción para impulsar los precios, so pena de disminuir su cuota de mercado mundial. En Colombia, esto no fue contrarrestado con aumentos en la producción del combustible, limitando la capacidad de la economía para generar divisas por esta vía.

Asimismo, la devaluación del tipo de cambio fue rápida y más acentuada que la de otras economías emergentes, como un reflejo de la también acelerada caída del precio del petróleo al final de 2014 y de la fortaleza global del dólar (Gráfico 3.1). Luego de esto y manteniendo una correlación con el precio del petróleo, el peso colombiano tuvo un comportamiento en rangos, conservando elevadas volatilidades y corrigiendo parte de la reacción que tuvo en el cuarto trimestre de 2014. Otro factor que influyó en la fuerte devaluación del peso fue los niveles bajos (efecto base) del peso a mediados de 2014. Esto debido a la apreciación cambiaria que sobrevino a la mayor ponderación de Colombia en el índice de JP Morgan para inversiones en deuda pública de los países emergentes.

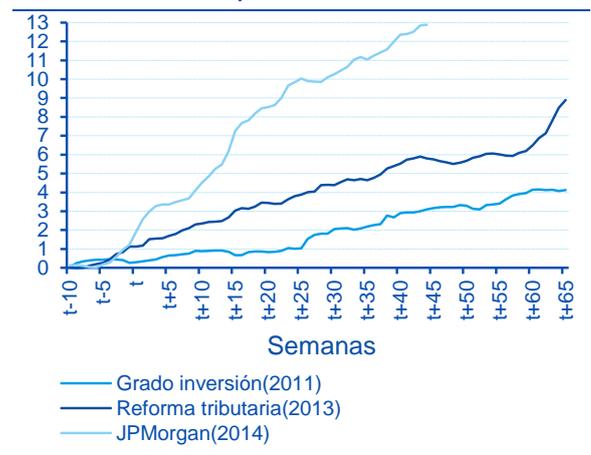
De la misma manera, la prima de riesgo del país se incrementó desde el tercer trimestre de 2014. El EMBI Colombia pasó de niveles de 130 hasta valores cercanos a 240 puntos básicos (Gráfico 3.1). Parte de este incremento estuvo relacionado con la mayor volatilidad global, pues se observaron flujos de capital hacia activos seguros y se dio una mayor incertidumbre en los mercados globales, pero también con los impactos que tuvo y tendrá el menor precio del petróleo sobre las finanzas públicas y las cuentas externas del país (ver secciones 5 y 6). De hecho, las tasas de interés de la deuda del Gobierno aumentaron cerca de 100 puntos básicos en un período de seis meses hasta diciembre de 2014. Luego, con la aprobación de la reforma tributaria y con el aseguramiento de los recursos fiscales para 2015, las tasas se redujeron, hasta casi volver a sus niveles previos (Gráfico 3.1).

Gráfico 3.1
Petróleo, devaluación, riesgo país y deuda pública (variaciones, %)



Fuente: BBVA Research, Bloomberg y Banco de la República

Gráfico 3.2
Entradas de capitales de portafolio (miles de millones de dólares)^a



Fuente: BBVA Research y Banco de la República
^a Datos a 23 de enero de 2015.

Por otra parte, el mercado accionario se deterioró significativamente al ritmo de las desvalorizaciones de los activos petroleros, lo cual implicó incluso una reducción de la participación de estas acciones en el índice Colcap. Por ejemplo, la ponderación de Ecopetrol en el índice pasó de 19,7% en febrero de 2014 a 17,3%

en junio de ese año y a 12,4% en febrero de 2015, es decir, perdió más de 7% de participación en un año, pasando del primer lugar al tercero en ese período, por detrás de los títulos de Bancolombia y Suramericana. Asimismo, la acción de Pacific Rubiales, que ahora pondera sólo el 0,3% del índice y ocupa el lugar 18 entre los 20 títulos que conforman el Colcap, significó el 4% en 2014 y se ubicó en la octava posición. Desde junio, cuando la reducción del precio del petróleo fue más fuerte, las acciones de Ecopetrol y Pacific se redujeron 39,2% y 77,8%, respectivamente.

A pesar de esto y del reconocimiento por parte del Gobierno de un mayor déficit fiscal para 2015 (ver sección 5), el Gobierno colombiano logró salir a los mercados internacionales a buscar financiamiento con buenos resultados. En enero se emitieron USD 1.500 millones en bonos en dólares con plazo a 30 años. La tasa de rendimiento de esta emisión (5,06%) fue la tercera más baja en la historia para este tipo de bonos, reflejando la confianza en el buen manejo de la economía colombiana. Parte importante de esta confianza se debe a la institucionalidad fiscal, afianzada con reformas tales como la de regalías y la regla fiscal, que potenciaron el logro del grado de inversión en 2011.

Al comparar las tasas de emisión de los bonos del Gobierno antes y después de la Ley 1473, que instauró la regla fiscal, se puede ver una reducción sustancial. Efectivamente, el rendimiento de los bonos a 10 años en el exterior pasó de 7,5% para una emisión en enero de 2009 y a 3,673% en enero de 2014. De esta forma, el costo de financiamiento del Gobierno y el costo de oportunidad de los agentes se ha reducido, lo cual, aunado a la estabilidad y la credibilidad en el buen comportamiento de las finanzas públicas, han potenciado las inversiones de largo plazo en Colombia y por lo tanto el crecimiento económico.

Otro factor de diferenciación para la economía colombiana fue la entrada de capitales, la cual se mantuvo fuerte durante los últimos meses de 2014 y a inicios de 2015 (Gráfico 3.2). En efecto, el promedio semanal de entrada de capitales entre octubre y enero pasados fue de USD 190 millones, lo cual se compara positivamente con los USD 255 millones como media semanal que entraron en los primeros nueve meses de 2014 bajo la corrección al alza en el índice de JP Morgan. Como resultado, la tenencia de TES por extranjeros aumentó a 16% en enero de 2015 desde 6,4% un año atrás. Esto será conveniente para la diversificación de la deuda que pretende el Gobierno, menos expuesta a los inversionistas locales (sobre todo, fondos de pensiones) y con mayor incidencia de los capitales externos.

4 Crecimiento económico menor pero más balanceado

Choque del petróleo será absorbido de forma favorable en 2015 y 2016

El petróleo fue una fuente importante de crecimiento en los años recientes, principalmente en el período 2008-2011, cuando la economía enfrentó y superó la crisis internacional. Sin embargo, durante este período los otros sectores transables, industria y agricultura, registraron crecimientos bajos debido a problemas de competitividad estructurales que subsisten en alguna medida en la actualidad y a un menor impulso cambiario por la apreciación real del tipo de cambio.

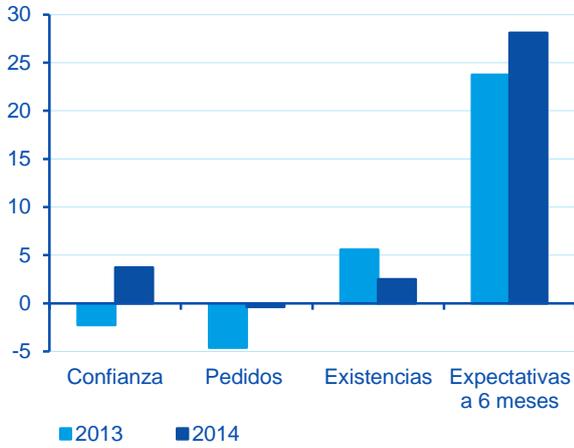
Ahora que los precios del petróleo son menores y que se mantendrán por debajo de los USD 100 en el mediano plazo, la economía recibirá un choque negativo proveniente del sector minero-energético. Sin embargo, el efecto será acotado por su baja incidencia en el PIB y por la compensación de otras actividades.

Directamente, el petróleo sólo significa el 5% del PIB. Indirectamente, significa un incentivo a la inversión extranjera directa —IED— y a la inversión en obras civiles. La IED al sector petrolero fue el 19,3% del total recibido por el país en los últimos 10 años y la inversión en obras civiles de la minería (no se conoce sólo petróleo) pondera con el 40% del índice que mide ese tipo de gasto en las cuentas nacionales, gasto que no es más del 8% del PIB. También, de forma colateral, el menor precio del petróleo puede incidir en la construcción no residencial y en la compra de vivienda de alto valor, aunque en este rubro no hay una medida precisa y se puede asumir que el impacto es residual y anecdótico.

El efecto negativo del petróleo será acotado por el resurgimiento de nuevas fuentes de crecimiento, determinando un balance más equilibrado sectorialmente, con la industria y la agricultura pasando a liderar la expansión. La devaluación del tipo de cambio, la recuperación de la economía de Estados Unidos, superior a lo que estimamos previamente, y un crecimiento de Europa en 2015 superior al de 2014 serán los factores decisivos. El tipo de cambio, en épocas de inflación contenida en Colombia, determinará una devaluación real y mejorará la posición relativa de los productos colombianos en Estados Unidos y Europa. Igualmente, el mayor nivel del tipo de cambio también reducirá significativamente las importaciones (y el contrabando), lo cual en medio de una demanda por consumo todavía fuerte podrá incentivar la producción interna.

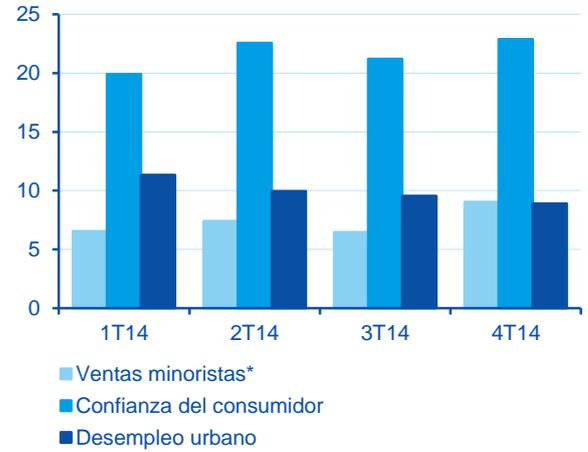
El consumo será el principal bastión de la demanda doméstica en 2015, creciendo 4,3% anual (Gráfico 4.4). Este buen desempeño del gasto de los hogares será el resultado de los elevados niveles de confianza y los avances significativos en el mercado laboral (Gráfico 4.2). En efecto, en 2014 la tasa de desempleo se ubicó en promedio en 9,1% a nivel nacional y en 9,9% a nivel urbano, por debajo de los valores observados en 2013 (9,6% y 10,6%, respectivamente). Asimismo, el empleo urbano aumentó en promedio 3% anual (vs. 2% en 2013) y 2,2% anual a nivel nacional (vs. 1,7% en 2013).

Gráfico 4.1
Confianza, existencias, pedidos y expectativas de la industria (promedio del balance anual anual)



Fuente: BBVA Research y Fedesarrollo.

Gráfico 4.2
Indicadores de consumo: confianza, desempleo, crecimiento de ventas (promedio en % del trim.)



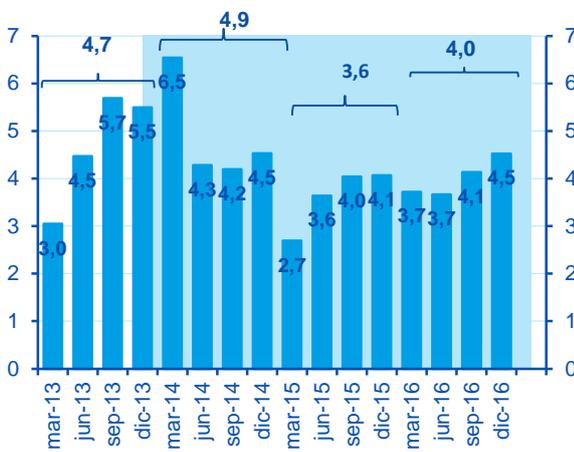
Fuente: BBVA Research, DANE y Fedesarrollo. *Datos a noviembre

Otro factor importante para la demanda doméstica será el mantenimiento de un gasto público elevado. Esto estará en línea con lo estimado anteriormente (en nuestra anterior edición de Situación Colombia) y será posible gracias al componente cíclico negativo que permite la regla fiscal (ver sección 5), la cual a su vez aporta confianza a los mercados internacionales por las restricciones de déficit estructural que impone al gobierno central. De esta forma, tanto el gobierno nacional como los regionales podrán llevar a cabo la mayor parte de los proyectos de gasto esperados. Además, en el caso de los gobiernos locales, 2015 es el último año de su período, el cual es el de mayor ejecución históricamente.

Estimamos una senda de recuperación gradual para el crecimiento del PIB, el cual se destacará favorablemente en relación al mundo

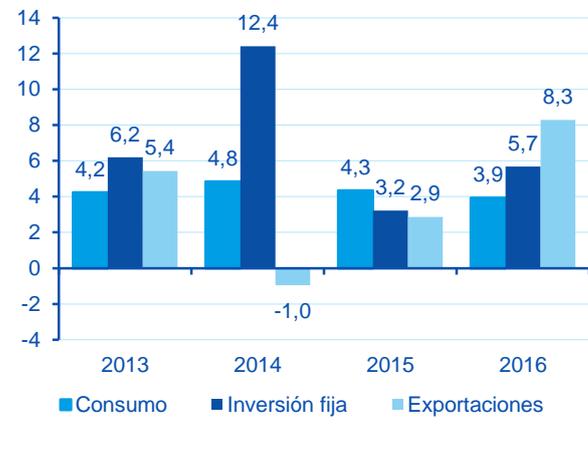
Esperamos un crecimiento de 3,6% para 2015 (Gráfico 4.3). Las nuevas fuentes de crecimiento serán esenciales para lograr este resultado. Serán importantes la industria y la agricultura, la continuación de un dinamismo elevado en el consumo privado que favorecerá al comercio, y el gasto activo de los Gobiernos.

Gráfico 4.3
PIB observado y estimado



Fuente: BBVA Research y DANE

Gráfico 4.4
PIB por demanda: observado y estimado



Fuente: BBVA Research y DANE

Para 2016 no esperamos efectos directos del menor precio del petróleo sobre la economía, pues ya estaremos en una senda creciente de sus precios. Sin embargo, habrá un efecto indirecto que se destaca: el ajuste fiscal que tendrá que hacerse ante los menores recaudos derivados del petróleo (ver sección 5), el cual implicará dos cosas. En primer lugar, que los posibles puntos adicionales del IVA a cobrarse en 2016 desacelerarán el consumo a un crecimiento de 3,9% ese año desde 4,3% en 2015. En segundo lugar que el ajuste en el gasto del gobierno nacional y los gobiernos locales (vía menores regalías, por ejemplo) tendrá un efecto negativo en el gasto corriente y en la inversión pública, con reducciones consecuentes en la tasa de crecimiento del PIB.

En total, para 2016 esperamos un crecimiento de 4,0%, menor a lo esperado hace tres meses (5,0%), sectorialmente más balanceado y relativamente cercano al nivel potencial de la economía, que para entonces se habrá reducido a 4,3%-4,4%. El principal impulso provendrá de las exportaciones (Gráfico 4.4), con un crecimiento de 7,6% anual gracias al rebote del precio del petróleo y por el aprovechamiento más intensivo que tendrá la industria y la agricultura de los tratados de libre comercio con Europa y Estados Unidos, todo en un contexto de devaluación real del tipo de cambio consecutiva en más de dos años (parte de 2014 en 2015 y 2016).

Con estos resultados, la brecha del producto se volverá ligeramente negativa durante 2015 y 2016, luego de estar básicamente en equilibrio durante la mayor parte de 2014. En este contexto las presiones inflacionarias, vía presiones de demanda, se mantendrán reducidas (o inexistentes) durante los próximos dos años.

5 Cuentas fiscales: reforma tributaria en 2016

El 2015 será un año tranquilo para las finanzas del GNC

Si bien en el MFMP de junio de 2014 el Gobierno contemplaba una reducción considerable de sus ingresos minero-petroleros (por factores diferentes a los menores precios del crudo), los cuales, según sus cuentas, pasaban de representar el 20% de sus ingresos en 2013 al 15% en 2014, entre sus cálculos no figuraba una reducción en los precios del petróleo. En este escenario, y sin considerar los menores precios del petróleo, el Gobierno calculó en su momento una reducción de los dividendos de Ecopetrol que pasaban del 1,9% del PIB en 2013 al 1% en 2015.

Debido a esta situación, la Reforma Tributaria fue más allá de cubrir el vacío que dejaba el desmonte del impuesto al patrimonio y de los movimientos financieros y buscó cubrir los menores ingresos petroleros. No obstante, esta reforma no incorporó un escenario de menores precios del petróleo, con lo cual el gobierno tuvo que actualizar el déficit que esperaba en 2015. Este déficit pasó del 2,4% del PIB (estimado en su MFMP en Junio de 2014) a 2,8% en el nuevo entorno de precios del petróleo menos favorables. Esta diferencia equivale a una necesidad de recursos adicionales equivalentes a COP 3,6bn en 2015.

Este mayor requerimiento se financiará en COP 1,7bn de deuda interna, mayores fuentes netas generadas por la mayor tasa de cambio y con los recursos en dólares obtenidos en 2014 con la intención de pre-financiar el 2015. Sin embargo, si la emisión de 2014 hubiera sido una prefinanciación de 2015, las emisiones que el Gobierno estimaba para 2015 debían reducirse. Sin embargo, según el último Plan Financiero, el Gobierno no va a reducir las emisiones en dólares en 2015 y por lo tanto estos recursos financian parte del mayor déficit. Es de anotar que, internamente existe espacio suficiente para el financiamiento de este mayor déficit de 2015, ya que en 2014 se realizaron canjes de deuda interna y operaciones de manejo de deuda con la Tesorería Nacional que redujeron considerablemente las amortizaciones de 2015.

A partir de las cuentas anteriores, la financiación del mayor déficit parece muy factible y, presumiblemente, no afectará los mercados. Como se comentó en la sección 3, en enero se han emitido en mercados internacionales USD 1.500 millones en dólares de un total de USD 2.500 millones que se tienen programados para el 2015 a una tasa muy favorable y con una demanda que excedió considerablemente las expectativas del Gobierno (El total del financiamiento externo para 2015 es de USD 5.100 millones, USD 2.500 millones en bonos y USD 2.600 millones con multilaterales).

En síntesis, parece que el 2015 será un año tranquilo para las finanzas del GNC gracias a los mayores ingresos tributarios obtenidos con la reforma tributaria de finales de 2014, la flexibilidad que introduce la regla fiscal al permitir un déficit observado mayor al estructural (debido al ciclo minero energético y económico) y al espacio existente para financiar el mayor déficit (Gráfico 5.1). En 2016 la situación fiscal estará más apretada. El déficit exigido por la regla fiscal requerirá de un mayores ingresos o de un ajuste de gasto que en su conjunto equivalen al 0.7% del PIB. Consideramos que la mayor parte del ajuste se podría hacer vía ingresos a través de una reforma tributaria que puede aumentar el IVA en 2 puntos.

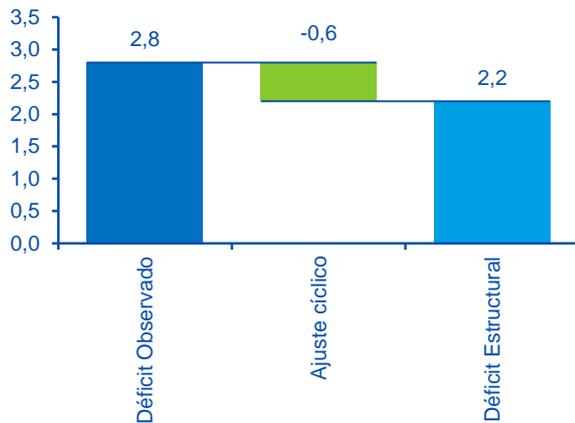
En 2016 se requiere de una reforma tributaria

Según nuestros estimativos el déficit observado en 2016 se ubicará en 2,5% del PIB; de éste, 0,3% del PIB corresponde a los menores ingresos cíclicos que admite la regla fiscal y 2,2% corresponde al déficit estructural (Gráfico 5.2). De no existir la restricción del déficit que impone la regla fiscal el déficit llegaría a un 3,2% del PIB, 1% del PIB superior al déficit estructural de ese año. Este mayor déficit se explica básicamente por los menores precios del petróleo esperados para 2015 (con respecto a lo esperado por el Gobierno en junio de 2014) y en menor proporción por un mayor pago de intereses y una menor eficiencia

en el recaudo al contemplado por el Gobierno. Para cubrir la diferencia entre el déficit de 3,2% del PIB que se observaría de no existir la regla fiscal y el déficit admitido por la regla fiscal, de 2,5% del PIB, se podría por una parte, elevar la tarifa del IVA (dos puntos de IVA total -interno y externo- aportan 0.5% del PIB) y por otra reducir el gasto en 0.2% del PIB. BBVA Research no contempla en ningún evento dejar de honrar la regla fiscal debido a los beneficios que ésta ha probado tener.

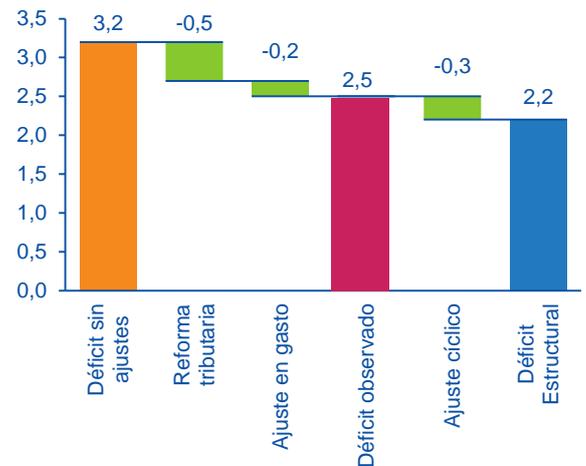
Es de resaltar la importancia de la regla fiscal para suavizar y acotar el impacto de los ciclos de los precios de los *commodities* y económicos sobre las cuentas fiscales y sobre la macroeconomía. En los momentos de expansión económica o de boom del sector petrolero la regla impulsa una política fiscal contraccionista contribuyendo a evitar el sobre calentamiento de la economía y en épocas de contracción económica o declive del sector petrolero la regla promueve una política fiscal expansionista y de esta forma atenúa la posible desaceleración económica. En ese sentido, la regla fiscal y la política monetaria estarían bastante alineadas. Otro aspecto importante de la regla fiscal es el manejo que le da a los recursos procedentes de los *commodities*, al imponer el ahorro de aquellos recursos superiores a los estimados como el umbral de largo plazo y el desahorro en tiempos de menores ingresos (inferiores al umbral). La regla fiscal permite por lo tanto suavizar los ciclos y esta menor volatilidad macro, aunada a los menores costos del capital que ella misma favorece, y a la mayor estabilidad, en general, potencian el crecimiento económico en el largo plazo. Por último, pero no menos importante es la credibilidad que la regla fiscal le imprime a los mercados, que como se mencionó antes posibilitó la colocación de la última emisión de bonos externos a una tasa excelente a pesar del reconocimiento de un mayor déficit fiscal para 2015.

Gráfico 5.1
Descomposición del déficit en 2015



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda

Gráfico 5.2
Descomposición del déficit en 2016



Fuente: BBVA Research y Ministerio de Hacienda

6 Ampliación del déficit en cuenta corriente es un riesgo contenido y se corrige en 2016

Menor precio del petróleo disminuirá el valor de las exportaciones

Durante 2014 se combinó una demanda interna fuerte, que determinó unas elevadas importaciones, con algunos choques sobre la minería y el menor precio del petróleo, menguando las exportaciones. De esta forma, el déficit en la cuenta corriente se amplió notablemente, ubicándose según nuestras estimaciones en alrededor de 4,7% del PIB al cierre del año.

De cara al año 2015 los cuellos de botella en la oferta que el sector minero (carbón y petróleo) afrontó en 2014 ya se solucionaron, especialmente aquellos de carácter ambiental en el transporte del carbón. Las exportaciones diferentes a la minería (industriales y agrícolas) se favorecerán de la devaluación real del tipo de cambio y de la mayor demanda desde los países desarrollados. Sin embargo, el precio promedio del petróleo se reducirá en promedio en un 34%, respecto al valor observado en 2014, y condicionará el resultado de las exportaciones totales. Como resultado, las exportaciones en dólares tendrán una caída de 11,1% anual durante 2015, pese al crecimiento de 12,7% en las exportaciones no tradicionales (37% del total). Durante 2016, las exportaciones retomarán dinamismo y crecerán 14,7% anual, con un incremento similar entre los envíos mineros y no mineros, los primeros impulsados por el precio del petróleo en recuperación y los segundos por la mayor demanda externa aupada por una mayor devaluación.

Las importaciones se mantendrán estables en dólares durante 2015 (0,0% anual de crecimiento): la desaceleración en las variables de la demanda interna, entre ellas, el consumo, será menos pronunciada que en las exportaciones. Además, se mantendrá una demanda por inversión proveniente de la industria, la cual es satisfecha en su mayor parte con importaciones. En 2016, las importaciones serán moderadas por la desaceleración del consumo privado, hasta tener un rebote de 7% anual, un número bajo en comparación con los períodos de recuperación previos. Finalmente, las ganancias de las empresas extranjeras en 2014 garantizan unos envíos de utilidades al exterior durante 2015 todavía elevados, pero se corregirán notablemente en 2016 por las menores utilidades de la industria minera. Así, el giro de utilidades tendrá una presión mayor sobre las cuentas externas del país en 2016 que en 2015. Con todo, el déficit en la cuenta corriente esperado para 2015 es de 4,9% del PIB y de 3,7% del PIB para 2016 (Gráfico 6.1).

Gráfico 6.1

Condiciones macroeconómicas de Colombia: 2014 y esperado para 2015



Fuente: BBVA Research y Banco de la República

Leve desacumulación de reservas internacionales no compromete estabilidad macroeconómica

Durante 2015, el financiamiento de la cuenta corriente será incompleto con las fuentes externas. Por una parte, la IED se ubicará en 3,0% del PIB (vs. 4,2% del PIB en 2014), por una desaceleración de los flujos destinados a la actividad minera. Por otra parte, los demás recursos, entre ellos capital de portafolio y endeudamiento, cubrirán cerca de un 1% del PIB, también inferior al 1,4% que alcanzaron en 2014. De esta forma, mientras que la cuenta corriente se ubicará en 4,9% del PIB, los recursos de capital externo llegarán al 4,0%. Por lo tanto, se espera una desacumulación de cerca de 1% del PIB de las reservas internacionales durante el año (equivalente a una venta de divisas por USD 3.400 millones).

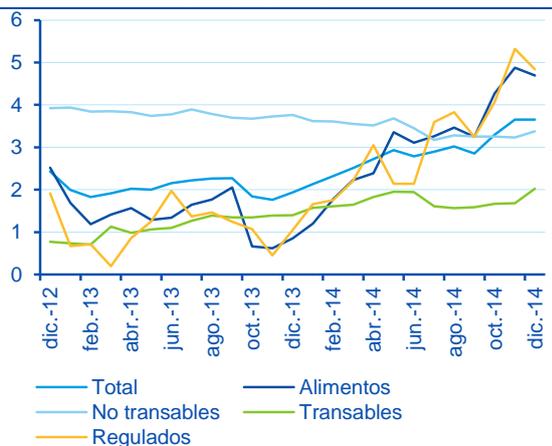
Este menor nivel de reservas internacionales no será comprometededor para la economía. Las reservas seguirán equivaliendo a nueve meses de importaciones y, como porcentaje del PIB, se ubicarán en 12,9%, manteniéndose por encima de los niveles de 10% del PIB que se observaron en 2010 y 2011.

7 La inflación en 2015 y 2016 se ubicará en el rango superior de la meta

Inflación en 2014 terminó al alza más por factores de oferta que por presiones de demanda

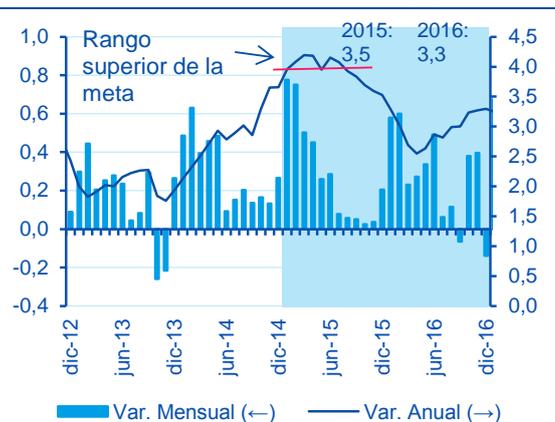
La inflación en 2014 se ubicó en 3,7% impulsada por un alza en la inflación de alimentos la cual terminó el año con un crecimiento de 4,7% (frente 0,9% en diciembre de 2013) y por regulados (alzas en los servicios públicos, especialmente los de gas y energía) el cual registró un crecimiento de 4,8% (frente 1% en diciembre de 2013). La inflación sin alimentos y regulados (uno de los indicadores de inflación básica que sirve de termómetro para medir las presiones de demanda) aumentó ligeramente pasando de crecimientos de 2,7% a 2,8% entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014. No obstante, otros indicadores de inflación básica que seguimos presentaron cambios más pronunciados llevando el promedio de estos indicadores a registrar un crecimiento de 2,9% en 2014, 50 puntos básicos por encima de su variación de finales de 2013. Otro componente que influyó el alza de los precios fue la inflación del grupo de transables, cuyo crecimiento se aceleró en el 2S14 por cuenta de la devaluación y entre agosto y diciembre su crecimiento anual pasó de 1,6% a 2,0%, respectivamente (Ver gráfico 7.1).

Gráfico 7.1
Inflación de 2014 por grupos (variación anual, %)



Fuente: BBVA Research y DANE

Gráfico 7.2
Pronósticos de inflación hasta 2016 (%)



Fuente: BBVA Research y DANE

Transmisión de la devaluación a la inflación es baja y además será compensada por un menor ritmo en el crecimiento económico

En 2015 esperamos una devaluación de 20,6% promedio anual (16pp por encima de nuestro estimativo del escenario anterior), con una tasa de cambio alcanzando niveles máximos durante el primer trimestre. Este comportamiento unido a la fuerte devaluación del 2S14 empujará la inflación al alza en la primera mitad del año. Esperamos así que la inflación se ubique alrededor del 4% y en algunos meses del primer semestre se saldrá del techo del rango meta del Banco de la República (Gráfico 7.2). Notemos que estos aumentos se dan en un contexto de desaceleración económica y además incluyen un efecto, aunque marginal, del alza en alimentos que podría traer el Fenómeno del Niño. Finalmente los efectos de la depreciación desaparecerán en la segunda parte del año, con lo cual la inflación del segundo semestre será menor (promedio de 3,8%). Así las cosas, el aumento de los precios será temporal y la inflación de 2015 cerrará con un incremento de 3,5%, 20pb por encima de nuestro escenario anterior.

En 2016 un posible aumento del IVA evitará que la inflación converja al punto medio del Banco de la República

Esperamos que la posible reforma tributaria de finales de este año aumente en dos puntos porcentuales la tarifa del IVA. Calculamos que este incremento subirá en 20pb la inflación de 2016. Esta presión sobre los precios será compensada por un menor ritmo de crecimiento y por un efecto base mayor frente a los estimativos que teníamos en el Situación Colombia anterior. De esta forma esperamos que la inflación de 2016 se ubique en 3,3%, crecimiento idéntico al que teníamos en el escenario anterior.

8 Política monetaria: impulso a actividad económica

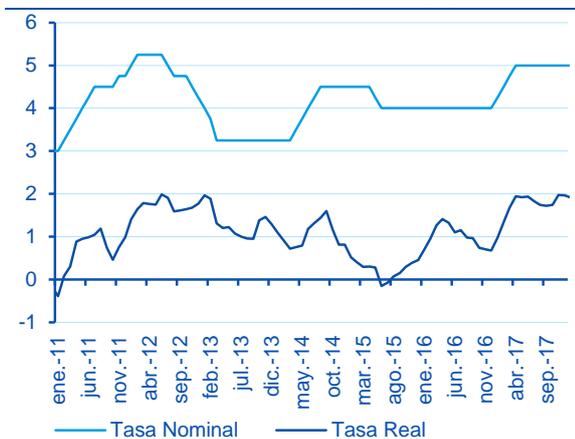
Desaceleración del crecimiento e inflación controlada otorgan margen de maniobra al Banco de la República

El choque en el precio del petróleo tendrá un impacto significativo en el crecimiento de la economía durante los primeros trimestres del año y llevará a que el crecimiento se ubique por debajo del potencial a lo largo de los próximos dos años (ver Sección 4). La inflación por su parte aumentará durante los primeros meses del año por la devaluación observada al final de 2014 y comienzos de 2015 y el impacto del Fenómeno del Niño sobre los precios de los alimentos y algunos componentes de energía. Es un choque de oferta y temporal, razón por la cual la reacción del Banco de la República debe ser limitada, más aún si las expectativas de inflación del mercado se mantienen ancladas dentro del rango meta para los próximos años. En esta medida, la desaceleración económica esperada y el choque de oferta sobre la inflación con expectativas ancladas le otorgan espacio al Banco de la República para flexibilizar su política monetaria.

En contraste, hace tres meses anticipábamos aumentos en la tasa de interés durante el año, pero dada la coyuntura del precio del petróleo, sus perspectivas para los próximos años y su impacto sobre el crecimiento, ahora esperamos una posible reducción en las tasas de interés de intervención de 25pb cada una en mayo y junio hasta 4.0% (Ver Gráfica 8.1). Este impulso adicional será necesario para limitar el impacto de los menores precios de petróleo sobre los niveles de inversión privada, animar la confianza industrial que parece fue afectada por la reforma tributaria y evitar una desaceleración mayor del consumo. De lo contrario, la contracción en la demanda agregada podría llevar al país a permanecer en un crecimiento menor al potencial.

Gráfico 8.1

Tasa de intervención nominal y real (%)



Fuente: BBVA Research y Banco de la República

Gráfico 8.2

Expectativas de inflación a un año (%)¹



Fuente: BBVA Research y Banco de la República
¹ Inflación implícita calculada con bonos del Gobierno a 1 año

Expectativas de inflación condicionan reacción de la política monetaria

Creemos que a pesar de la muy probable desaceleración del crecimiento en el primer trimestre del año, el Banco de la República no podrá reaccionar sino hasta el segundo trimestre debido a la falta de confirmación en los datos de crecimiento y una inflación que supera levemente el rango superior de la meta durante los primeros meses del año. Solamente cuando la inflación anual parezca reducirse hacia marzo, a pesar de continuar en el rango superior de la meta, esperamos que el Banco de la República pueda reducir la tasa de interés sin afectar significativamente las expectativas de inflación.

Posteriormente, la política monetaria se mantendrá expansiva en el mismo nivel durante un prolongado tiempo debido a que el crecimiento del PIB se mantendrá por debajo de su nivel potencial hasta finales de 2016. Esperamos que el proceso de normalización de las condiciones monetarias hacia una tasa neutral empiece a partir de enero de 2017.

Aumento en las tasas de interés de la Reserva Federal de Estados Unidos pueden ser absorbidas por la economía sin sobresaltos

Bajo nuestro escenario global esperamos que exista un primer aumento de 25pb en la tasa de interés de la Reserva Federal durante la segunda mitad del año, en línea con la normalización de las condiciones monetarias y la consolidación de la recuperación del crecimiento de Estados Unidos. Esto representa un reto para los países en desarrollo ya que el costo del capital aumentará y el apetito por mercados emergentes disminuirá. Colombia no será ajena a este riesgo, sin embargo creemos que la economía posee las condiciones adecuadas para sobrellevarla sin mayores sobresaltos.

Primero que todo, la flexibilidad cambiaria permite que la economía se ajuste a las nuevas condiciones financieras internacionales y compense en parte el menor atractivo para los inversionistas internacionales, derivado del mayor diferencial de tasa de interés, al disminuir en moneda extranjera el precio de los activos colombianos.

Segundo, la reducción en las tasas de interés de intervención durante el segundo trimestre del año ampliará el diferencial de tasa de interés frente a los Estados Unidos, lo que seguramente hará menos atractivo el flujo de capitales de portafolio hacia el país. Sin embargo, aún frente a la anticipada reducción en la tasa de interés del Banco de la República a 4,0%, continuará en un nivel atractivo para los inversionistas internacionales interesados u obligados a mantener una exposición en América Latina. En particular esto se debe a las menores tasas en términos reales que mantienen los demás países de la región con una percepción del riesgo equivalente.

Tercero, el Banco de la República ha resaltado en repetidas ocasiones el limitado descalce del sector corporativo y del sector financiero (esta última por la existencia de regulación macroprudencial), razón por la cual fuertes depreciaciones no han sido una fuente de preocupación para el banco central. Contrario a lo observado en 1998, la apreciación del peso colombiano desde 2010 hasta mediados de 2013 no aumentó de forma desproporcionada el endeudamiento en moneda extranjera del sector corporativo. Adicionalmente, la proporción de deuda en moneda extranjera del Gobierno se redujo durante y actualmente no representa más del 30% del total, lo que también limita el impacto de una devaluación adicional sobre las cuentas fiscales y las presiones que podrían darse por contener una mayor devaluación.

Por último el impacto de la devaluación sobre la inflación ha sido bajo y probablemente continuará siéndolo durante 2015 por la esperada desaceleración de la economía y la baja participación de los bienes transables (26%) en la canasta de consumo promedio de los colombianos. Esto le otorga espacio de maniobra al Banco de la República y permite que el *pass through* sea limitado y no comprometa la meta de inflación.

9 Tipo de cambio: devaluación en marcha

Bienvenidos los niveles elevados para el tipo de cambio, bienvenidos para quedarse

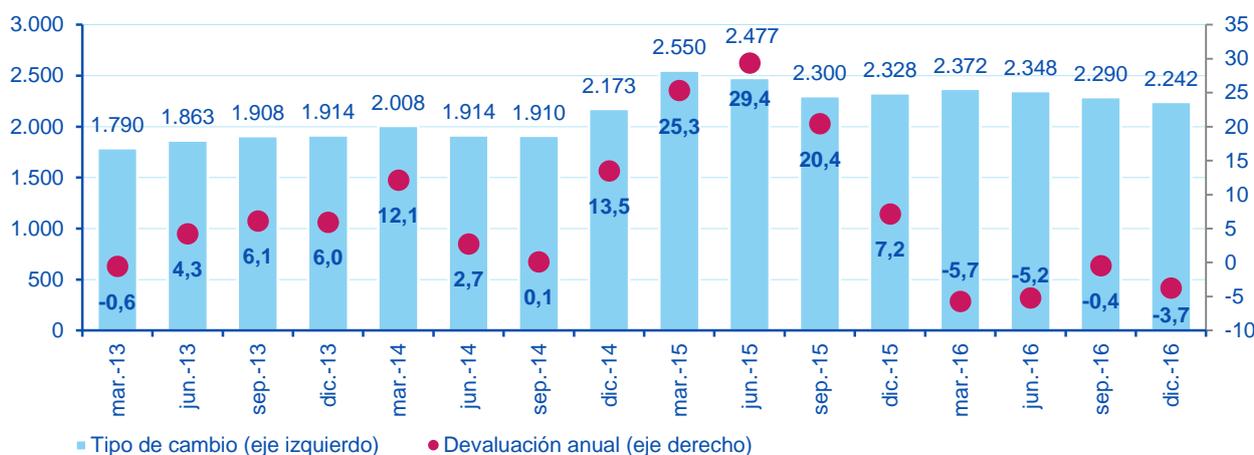
Los niveles más altos para el tipo de cambio deberán darse durante el primer trimestre e inicios del segundo trimestre de 2015. Esto como consecuencia de la trayectoria del precio del petróleo, que tendrá sus niveles mínimos durante este período, y por las expectativas de una reducción en la tasa de interés del Banco de la República. A partir de ese momento, en línea con las mayores valoraciones internacionales del petróleo, el tipo de cambio corregirá a la baja hasta el tercer trimestre, si bien se mantendrá en valores significativamente superiores al promedio de los años anteriores. Durante la última parte del año, tendrá una nueva tendencia alcista porque se espera que la Reserva Federal de Estados Unidos suba la tasa de interés por primera vez, para iniciar el ciclo en endurecimiento de la política monetaria que se prolongará por varios años. Al cierre de 2015, el valor observado será muy cercano al valor final de 2014 (Gráfico 9.1).

El tipo de cambio seguirá aumentando en la primera parte del año 2016. Esto será un resultado de las decisiones de la FED, la cual continuará normalizando su política. No obstante, luego corregirá lentamente en la medida que aumentan las divisas por las exportaciones, ante la robusta recuperación que tendrán estas últimas, y por el mayor crecimiento del PIB interno. El nivel de equilibrio de la tasa de cambio nominal, que ahora estimamos en COP 2.100 por dólar, se logrará a finales de 2017, cuando el producto de la economía haya vuelto a su nivel potencial y la tasa de política monetaria sea neutral a la actividad (en 5,0% E.A.).

Estos movimientos del tipo de cambio, que determinarán una devaluación real (es decir, mayor competitividad del país), serán muy favorables para el cierre progresivo del déficit de la cuenta corriente, pues impulsará las exportaciones no mineras y desincentivará las importaciones. El mecanismo de ajuste no sería posible bajo un sistema diferente al de flotación cambiaria, siendo ésta una de las principales fortalezas del país ante choques externos. Incluso, parte del mejor crecimiento esperado para 2015 y 2016 en los sectores de la industria y la agricultura se deben a este factor de amortiguación que posee la economía colombiana.

Gráfico 9.1

Tipo de cambio y devaluación anual (pesos por dólar, promedio trimestral; devaluación anual en %)



Fuente: BBVA Research y Banco de la República

10 Riesgos de la economía colombiana sesgados a la baja

Principal riesgo de la economía es la permanencia de bajos precios del petróleo

Nuestro escenario económico está construido con un precio promedio para el Brent de USD 65 en 2015 y USD 75 en 2016. Sin embargo, un precio más bajo está dentro del conjunto de posibilidades, aunque con probabilidades más bajas que las que le asignamos a nuestro escenario central. En este contexto, el crecimiento de la economía colombiana se podría reducir aún más en 2015, aunque no por debajo del 3%, un nivel que viene a ser un piso para las proyecciones que estamos realizando bajo diferentes escenarios.

Pero, existen otros riesgos idiosincrásicos (diferentes al precio del petróleo) que pueden mermar también el crecimiento del país. En primer lugar, una mayor ampliación del déficit en la cuenta corriente, combinado con menores flujos de capital, obligaría a un ajuste de la demanda interna, impidiendo que el consumo privado sea un soporte al crecimiento, como lo es en nuestro escenario base. En segundo lugar, la recuperación de la industria es elemental para mantener buenos niveles de empleo y de producción interna. Su recuperación, sin embargo, aún no se materializa completamente y es incierta la apertura de la refinería de Cartagena a plena capacidad. Y, en tercer lugar, es necesario que la ejecución fiscal de los gobiernos nacional y regionales sea elevada durante 2015.

Inflación significativamente por encima del rango meta puede desanclar expectativas de los agentes y limitar flexibilidad monetaria

Por otra parte, una inflación que sorprenda en la primera parte de 2015 al ubicarse significativamente por encima del límite superior del rango meta del Banco de la República podría desanclar las expectativas de inflación de los agentes y por lo tanto limitar la flexibilidad del banco central de apoyar el menor crecimiento con una política monetaria más expansiva. Bajo este escenario el Banco de la República no podría reducir la tasa de interés de intervención en los 50pb estimados y por el contrario se podría ver obligado a aumentar para controlar la inflación y retornarla hacia el rango meta. Si el banco central no puede disminuir las tasas de interés por preocupación en la inflación, el crecimiento esperado para 2015 y 2016 sería menor.

11 Tablas con pronósticos macroeconómicos

Tabla 11.1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2013	2014	2015	2016
PIB (% a/a)	4,7	4,9	3,6	4,0
Consumo Privado (% a/a)	4,2	4,8	4,3	3,9
Consumo Público (% a/a)	5,8	5,9	4,0	3,3
Inversión Fija (% a/a)	6,1	12,4	3,2	5,7
Inflación (% a/a, fdp)	1,9	3,7	3,5	3,3
Inflación (% a/a, promedio)	3,2	2,9	3,9	3,0
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1.927	2.392	2.355	2.235
Devaluación (vs. USD, fdp)	9,0%	24,0%	-1,5%	-5,1%
Tipo de Cambio (vs. USD, prom.)	1.869	2.001	2.414	2.313
Devaluación (vs. USD, prom.)	3,9%	7,1%	20,6%	-4,2%
Tasa de Interés BanRep (% fdp)	3,25	4,50	4,00	4,00
Tasa de interés DTF (% fdp)	4,06	4,34	4,09	4,11
Tasa de desempleo (% fdp)	9,7	9,3	9,4	9,0
Balance Fiscal (% PIB)	-2,4	-2,4	-2,8	-2,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,2	-4,7	-4,9	-3,7

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

Tabla 11.2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa de interés (%, fdp)
T1 13	3,0	1,9	1.832	3,25
T2 13	4,5	2,2	1.929	3,25
T3 13	5,7	2,3	1.915	3,25
T4 13	5,5	1,9	1.927	3,25
T1 14	6,5	2,5	1.965	3,25
T2 14	4,3	2,8	1.881	4,00
T3 14	4,2	2,9	2.028	4,50
T4 14	4,5	3,7	2.392	4,50
T1 15	2,7	4,2	2.600	4,50
T2 15	3,6	4,2	2.400	4,00
T3 15	4,0	3,8	2.300	4,00
T4 15	4,1	3,5	2.355	4,00
T1 16	3,7	2,7	2.380	4,00
T2 16	3,7	2,9	2.330	4,00
T3 16	4,1	3,0	2.270	4,00
T4 16	4,5	3,3	2.235	4,00

Fuente: DANE, Banco de la República 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.

Este informe ha sido elaborado por la unidad de país

Economista Jefe

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Fabián García
fabianmauricio.garcia@bbva.com

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

Santiago Muñoz
santiago.munoz.trujillo@bbva.com

Estudiantes en práctica profesional:

Eugenio Camacho
eugeniojose.camacho@bbva.com

Mariana Toro
mariana.toro@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilaríño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

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

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspenas@bbva.com