

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

**BBVA** Research

# Situación Colombia

Cuarto trimestre 2018

Unidad de Colombia

Creando Oportunidades

## Índice

<b>1. Editorial</b>	<b>3</b>
<b>2. Economía global: el crecimiento se está moderando ligeramente y los riesgos se intensifican</b>	<b>4</b>
<b>3. Colombia consolidará su recuperación en 2019, impulsada por la inversión y en medio de un panorama internacional retador</b>	<b>6</b>
<b>4. Una recuperación más rápida de la economía colombiana dependerá de mejoras en productividad</b>	<b>15</b>
<b>5. Tablas con pronósticos</b>	<b>17</b>

Fecha de cierre: **10 de octubre de 2018**

## 1. Editorial

La economía global sigue mostrando datos positivos, pero en un entorno de dudas crecientes. La inercia del crecimiento mundial ha continuado en los últimos tres meses, prolongada por el efecto del estímulo fiscal en la economía estadounidense y una cierta estabilidad de las economías china y europea en un contexto de desaceleración. Pero se ha intensificado la escalada proteccionista entre EE.UU. y China, mientras que la apreciación del dólar se ha reflejado en un aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes que, aunque con una clara diferenciación entre países, ha supuesto un importante ajuste en aquellas que son más vulnerables (como Turquía y Argentina). En este contexto, tanto la Reserva Federal (Fed) como el Banco Central Europeo (BCE) continúan avanzando en la normalización de la política monetaria, lo que supone un endurecimiento paulatino de las condiciones monetarias que seguirá presionando a las economías emergentes en los próximos trimestres.

En medio de este complejo panorama para las economías emergentes, algunas han logrado solventar la volatilidad con menor impacto en sus economías y activos. Entre ellas, la economía colombiana se ha mantenido robusta ante las fluctuaciones recientes. Con algún impacto en el tipo de cambio, pero poco efecto en otros activos como la deuda soberana y las primas de riesgo, en parte favorecida por los buenos precios del crudo pero también por su ejercicio de reducción de los desbalances externos en los últimos años, clara independencia del Banco Central y la convergencia de la inflación a su meta.

Así, a lo largo de 2018 se confirmaron varias tendencias que anticipamos. En primer lugar, la recuperación del consumo final se materializó. Se mantuvo un elevado crecimiento del gasto público y repuntó el gasto de los hogares, principalmente en servicios y bienes no durables. En segundo lugar, volvieron a terreno positivo las exportaciones, y crecerán en su acumulado de 2018, algo que no sucedía para un año completo desde 2015. No solo se debe al mejor precio de las materias primas, sino también a un repunte de las exportaciones no tradicionales, aunque desde niveles bastante bajos. En tercer lugar, la inversión mantuvo una dinámica heterogénea: positiva en maquinaria y equipo y negativa en el sector de la construcción. Finalmente, se dio un repunte de las importaciones que se relaciona con la mayor tracción del consumo de bienes no durables y de una parte de la inversión. Con todo, anticipamos un crecimiento para 2018 de 2,6% similar al estimado un trimestre atrás y de 3,3% para 2019, aproximándose al crecimiento potencial estimado para la economía colombiana. La aceleración tendrá como sustento en 2019 una consolidación del gasto privado, tanto de consumo que ya ha mostrado reacción positiva como de la inversión, en esta oportunidad desde todos sus componentes, incluida la inversión en construcción que pasa por un difícil momento este año.

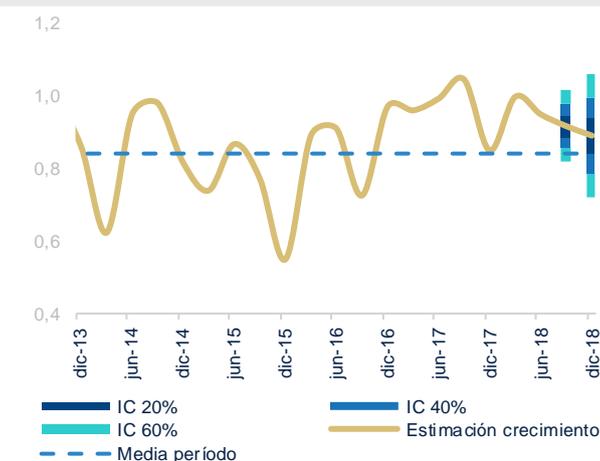
La inflación en este contexto se mantendrá estable, en torno a la meta de inflación fijada por el Emisor, finalizando 2018 en 3,3% y 2019 en 3,2%. En cualquier caso, lejos de ser una amenaza para la política monetaria, que podrá, en la medida que se consolide la recuperación de la economía, elevar sus tasas de referencia del 4,25% actual a un 4,75% en 2019, concentrándose los incrementos en el segundo semestre del 19. Este escenario también tiene por ancla un comportamiento tranquilo del tipo de cambio convergiendo paulatinamente a su nivel de largo plazo en torno a los 2900 pesos por dólar.

En el frente fiscal, este escenario presentado tiene detrás el cumplimiento de la regla fiscal, que consideramos posible en 2019 a partir de los mejores precios del crudo, la capacidad de austeridad del gobierno y eventualmente la venta de algún activo menor. Para 2020, nuestra consideración involucra por el momento el financiamiento vía venta de activos o una reforma poco intrusiva en las decisiones de los privados, y no involucra de manera directa la ley de financiamiento que el Gobierno tiene planeado proponer pero no se conocen los detalles al cierre de esta publicación.

## 2. Economía global: el crecimiento se está moderando ligeramente y los riesgos se intensifican

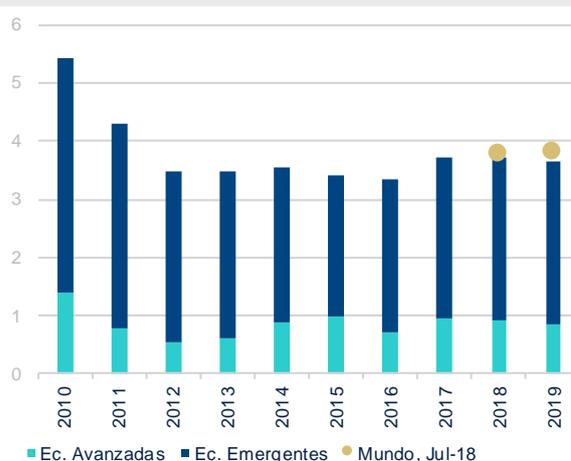
La economía global sigue mostrando datos positivos, pero ha habido una ligera moderación en la segunda mitad del año que esperamos que se consolide hacia delante. La inercia del crecimiento mundial ha continuado en los últimos tres meses (Gráfico 2.1), prolongada por el efecto del estímulo fiscal en la economía estadounidense y una cierta estabilidad de las economías china y europea en un contexto de desaceleración. Hemos hecho una **revisión a la baja del crecimiento de las economías emergentes**, sobre todo de aquellas con mayores vulnerabilidades externas, **que determinó una reducción del crecimiento global esperado** en alrededor de una décima, tanto en 2018 como 2019, hasta 3,7% y 3,6% (Gráfico 2.2).

Gráfico 2.1 Crecimiento del PIB mundial (t/t, %)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2.2 Previsiones crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research a partir de Bloomberg

En EE.UU. el aumento del consumo y la solidez de la inversión siguen respaldando la previsión de un crecimiento del 2,8% en 2018 y 2019. No obstante, la aceleración de la economía en el segundo trimestre parece transitoria tras el fuerte impulso del sector exterior, y se espera cierta moderación en los próximos trimestres debido a la apreciación del dólar. En China, las autoridades están llevando a cabo políticas más acomodaticias para intentar frenar la desaceleración de la demanda doméstica y contrarrestar el aumento del proteccionismo. El buen desempeño de la economía en el primer semestre del año nos lleva a revisar al alza la previsión de crecimiento en dos décimas hasta el 6,5% en 2018. Por el lado fiscal se están llevando a cabo reducciones de impuestos, tanto a trabajadores como a empresas, y se está favoreciendo el aumento de la inversión en infraestructuras. Por la parte de la política monetaria, las principales medidas están orientadas a animar a que los bancos extiendan el crédito a las pequeñas y medianas empresas y a estabilizar el tipo de cambio. Con todo ello, se mantiene sin cambios la previsión de un crecimiento del 6% para 2019. En la Eurozona, la fortaleza de la demanda interna y unas políticas (tanto monetaria como fiscal) acomodaticias podrían compensar la mayor incertidumbre y la moderación de la demanda global, por lo que se mantiene la previsión de crecimiento del PIB en el 2% en 2018 y en 1,7% en 2019.

**El proteccionismo y la salida de la Reserva Federal (Fed) siguen siendo los riesgos más relevantes en el horizonte de previsión, haciendo que el escenario global esté sujeto a riesgos mayoritariamente negativos.**

En primer lugar, pese a que las tensiones comerciales entre EE.UU con algunas áreas se han relajado por el momento, el acuerdo con México y Canadá todavía tiene que ser ratificado y se reabrirán las negociaciones sobre el sector automotor con Europa después de las elecciones estadounidenses en noviembre. Entretanto, ya se han materializado algunas de las amenazas proteccionistas de EE.UU. a China, con sus respectivas contramedidas por parte del país asiático, y se reabrirán las negociaciones con la UE y Japón, principalmente con amenazas que involucrarían los intereses de sectores importantes en dichas regiones, como el sector del automóvil. Además, la escalada del precio del petróleo (por las sanciones de tipo comercial a Irán) es también un riesgo a tener en cuenta por su potencial impacto asimétrico por países.

El impacto sobre el PIB de las medidas de proteccionismo, junto con las ya aprobadas para las importaciones al acero y al aluminio, a través del canal comercial, es limitado (alrededor de una décima de PIB para China). Sin embargo, a este impacto directo se podrían añadir también otros efectos indirectos (menor confianza de los agentes económicos, repercusión en mercados financieros, aumento en la aversión al riesgo de los mercados y freno a los flujos globales de inversión directa), especialmente para China y las economías emergentes, que son difíciles de estimar pero que podrían restar alrededor de otra décima de crecimiento. Con todo, en un escenario de escalada de aranceles entre China y EEUU a partir de enero de 2019 y aunque las autoridades chinas estén dispuestas a aplicar políticas para apoyar el crecimiento, una guerra comercial que afectase a todos los intercambios comerciales EEUU-China podría hacer descarrillar la recuperación mundial.

En segundo lugar, **la normalización de la política monetaria, junto con el aumento de la incertidumbre, seguirá poniendo presión sobre las economías emergentes.** El crecimiento en las economías desarrolladas sigue siendo robusto y refuerza el proceso de normalización en marcha de los principales bancos centrales en los próximos trimestres, lo que seguirá afectando a las condiciones financieras en los mercados emergentes. Por un lado, la Fed prosigue con la normalización de su política monetaria y se espera una subida más de 25 puntos básicos hasta alcanzar el 2,5% al cierre de este año, y tres incrementos más en 2019 para llegar al 3,25% a en diciembre. Por su parte, el Banco Central Europeo (BCE) ha reafirmado y comenzado su estrategia de salida. Unido a esto, se ha mantenido la presión de apreciación sobre el dólar frente a las principales divisas, impulsado por los flujos de huida hacia la calidad y un diferencial de tipos crecientemente favorable. En este entorno, el sentimiento de aversión al riesgo de los inversores se ha prolongado otro trimestre más, afectando especialmente a los países emergentes más vulnerables (aquellos con mayores necesidades de financiación externa y elevado endeudamiento en moneda extranjera), mientras que los países desarrollados se han seguido beneficiando de un entorno en general exento de tensiones financieras.

Así, en un entorno financiero más volátil y un endurecimiento de las condiciones financieras globales, el aumento de las tensiones financieras en las economías emergentes podría intensificarse, sobre todo en los países más vulnerables, y tener un efecto amplificador de los riesgos globales. La combinación de un aumento del proteccionismo y una normalización más acelerada de la política monetaria de EE.UU. junto con una posible desaceleración de la economía mundial podría disparar la percepción de riesgo en los mercados financieros emergentes, elevando la probabilidad de un parón de flujos de capital. En este contexto, el riesgo de un ajuste brusco de la economía China se mantiene, ya que algunas medidas para responder a desaceleración de la demanda y los efectos de las medidas proteccionistas impuestas por EE.UU. podrían limitar o retrasar el proceso de desapalancamiento y de reestructuración de su economía.

### 3. Colombia consolidará su recuperación en 2019, impulsada por la inversión y en medio de un panorama internacional retador

#### Colombia se diferencia positivamente dentro de los países emergentes

Desde mayo, la expectativa de un ajuste acelerado de la liquidez global, los mayores precios del petróleo presionando potencialmente la inflación y una actividad robusta en Estados Unidos han provocado un incremento en la volatilidad de los mercados, especialmente en economías emergentes. En este terreno, han sido aquellas economías que enfrentaban condiciones de financiamiento de corto plazo más exigentes las que han recibido la mayor parte del ajuste negativo de los flujos de capitales, manifestándose en una depreciación acelerada y significativa de sus tipos de cambio, una caída vertiginosa de sus activos bursátiles y un castigo importante en las primas de riesgo y las tasas de interés.

Sin embargo, en medio de este difícil panorama, varias economías emergentes han logrado navegar las tormentosas aguas con menor impacto logrando una diferenciación positiva por parte de los mercados e inversionistas. Entre ellas, la economía colombiana se ha mantenido robusta ante las fluctuaciones recientes. Ha tenido algún impacto en el tipo de cambio, cerrando las brechas que tenía frente a sus pares por cuenta de una apreciación acumulada mayor a comienzos del año, favorecida por los buenos precios del crudo, pero poco o ninguno en otros activos. Con ello, el tipo de cambio alcanzó en abril 16 su mínimo registro del año con 2.706 pesos por dólar y su máximo el pasado 6 de septiembre con un registro de 3.100 pesos por dólar.

Gráfico 3.1 Tasa de cambio y precio barril Brent (Pesos por dólar, USD por barril)

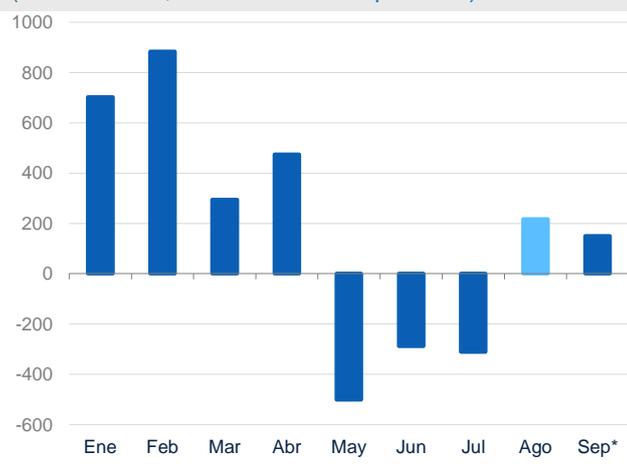


Fuente: BBVA Research con datos de Bloomberg y Banco de la República

Aparte de los efectos sobre el tipo de cambio, son pocos los canales a los mercados de activos locales afectados por esta turbulencia, especialmente la más reciente y marcada del mes de agosto. La curva soberana entre comienzo el 31 de julio y la tercera semana de agosto presentó un movimiento marginal de menos de 8,3 pb, e incluso en este mismo periodo se presentaron entradas netas de inversores de portafolio (USD 277 millones). Sin embargo, sí se debe destacar el episodio de salidas netas de inversionistas entre mayo y julio (USD 1.135 millones), motivados posiblemente por la finalización del ciclo bajista de tasas del Emisor más que por riesgos propios entre mercados emergentes. En el mercado bursátil, el efecto neto es difícil de trazar, pues se ha

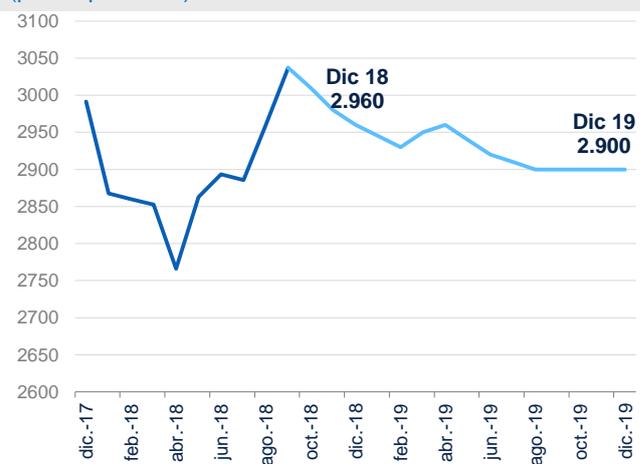
presentado una venta de especies relevantes en el índice por cuenta de un rebalanceo de inversionistas internacionales fuera del contexto propio del evento de crisis y a la vez se ha presentado una importante valorización en activos relacionados al crudo por su buen momento en precio. Pero, quizás, la variable que nos permite hacer un juicio más claro es el riesgo país, el cual se ha mantenido relativamente estable en los últimos meses, lo que demuestra que el impacto ha sido bajo y contenido especialmente al mercado cambiario.

Gráfico 3.2 Entradas netas de inversiones de portafolio (USD millones, \*Datos al 28 de septiembre)



Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República

Gráfico 3.3 Tasa de Cambio (perspectiva) (pesos por dólar)



BBVA Proyecciones de Research y datos de Banco de la República

En este contexto, resulta importante destacar los factores por los cuales, en esta oportunidad, el impacto de la volatilidad de los mercados emergentes ha sido bajo sobre la economía colombiana. En primer lugar se destaca la reducción en cerca de tres puntos porcentuales del déficit en cuenta corriente en los últimos años. Tarea que se ha logrado vía una moderación del gasto interno y una senda de expansión económica más sostenible. A este factor se suma que la financiación del déficit se ha concentrado, incluso en exceso, en inversión extranjera directa en un contexto en el que han continuado entrando inversionistas de portafolio en evidencia de la confianza hacia la situación económica y financiera local. En segundo lugar, también contribuyen factores institucionales como un esquema de inflación objetivo que ha probado la independencia del Emisor manteniendo la inflación bajo control con políticas que podrían ser juzgadas impopulares en momentos de debilidad económica.

A pesar de ello, no es conveniente ignorar la relevancia de la amenaza, y los efectos que aún podría desencadenar en nuestra economía. Por lo que no se debe bajar la guardia. En la actualidad, las tenencias de extranjeros de deuda soberana local bordean el 25% y podría causar volatilidad en un escenario de menor apetito por activos en Colombia. Asimismo, las agencias de calificación se mantienen alertas y sus posibles anuncios sobre la nota soberana de Colombia, en *outlook* negativo por una de las tres principales, tendrán efectos sobre los mercados. Por ello, la estrategia de incorporar nuevas reservas lanzada recientemente por el Emisor es un paso positivo de cara a contar con mayores instrumentos y herramientas para afrontar un nuevo brote de volatilidad.

Así, hemos revisado al alza nuestra perspectiva de tipo de cambio de corto plazo, con un cierre de 2.960 en 2018, 80 pesos por encima del cierre previamente estimado. En términos de la dinámica, consideramos que en los próximos meses podremos ver una reducción del estrés en economías emergentes que darán pie a nuevas entradas de inversionistas y permitirán un escenario de apreciación, limitada por las compras de reservas del Emisor. Para lo que resta de 2018 y 2019, el incremento de tasas de la FED mantendrá el tipo de cambio próximo a su cierre de 2018 y sólo hasta el segundo semestre de 2019 anticipamos una apreciación del tipo de cambio local, buscando converger a su nivel de largo plazo de 2.900 pesos dólar.

## **En el año 2019 se consolidará la recuperación del crecimiento económico, especialmente de la inversión**

A lo largo de 2018 se confirmaron varias tendencias que anticipamos. En primer lugar, la recuperación del consumo final se materializó. Se mantuvo un elevado crecimiento del gasto público y repuntó el gasto de los hogares, principalmente en servicios y bienes no durables. En segundo lugar, volvieron a terreno positivo las exportaciones, y crecerán en su acumulado de 2018, algo que no sucedía para un año completo desde 2015. No solo se debe al mejor precio de las materias primas, sino también a un repunte de las exportaciones no tradicionales, aunque desde niveles bastante bajos. En tercer lugar, la inversión mantuvo una dinámica heterogénea: positiva en maquinaria y equipo y negativa en el sector de la construcción. Finalmente, se dio un repunte de las importaciones que se relaciona con la mayor tracción del consumo de bienes no durables y de una parte de la inversión.

En 2019, estas tendencias cambiarán. El consumo privado seguirá acelerándose, pero tendrá un papel de mayor importancia el gasto en bienes durables, lo cual es típico en los momentos con bajas tasas de interés, estabilidad del dólar e incremento del ingreso disponible del país, factores que se cumplirán todos en el próximo año. Esto no descarta, y de hecho seguirá con un comportamiento al alza, que el consumo de servicios siga siendo uno de los gastos líderes de los hogares. De hecho, el gasto en turismo, hoteles, restaurantes y educación ganan participación en la canasta de consumo de las familias cada vez que su ingreso aumenta (Gráfico 3.4).

El consumo público ya no crecerá por encima del PIB, sino a una tasa similar a la de este último. El gasto público estará impulsado por la mayor ejecución de los gobiernos regionales y locales, lo cual es característico en los últimos años de los mandatos, tal como en 2019.

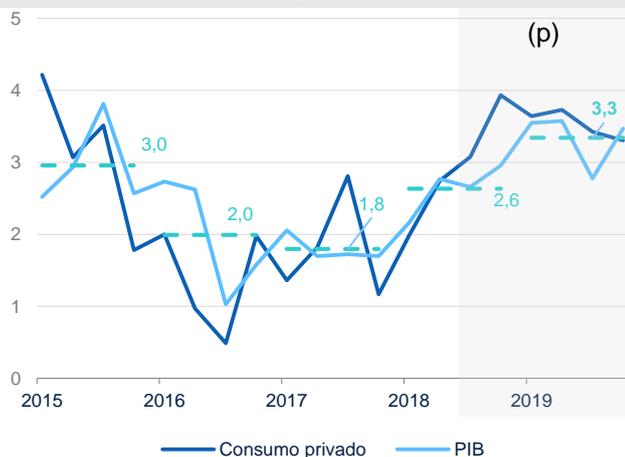
La inversión en construcción de vivienda tendrá su punto de inflexión al final de este año, tal como anticipan algunos indicadores líderes: ventas de vivienda recuperándose en grandes ciudades, inventarios estabilizándose con una ligera tendencia a la baja, y un buen número de proyectos que ya vendieron más del 70% de las unidades en oferta y no han empezado obras, a las cuales el repunte de la economía podría llevarlos a hacerlo.

Un poco después, hacia el segundo semestre de 2019, empezará a crecer de nuevo el sector edificador no residencial, aunque a tasas bajas aún y con una dinámica positiva limitada a las obras destinadas a la logística en puerto y a plantas industriales. Además, el último año de gobiernos departamentales y municipales también impulsará el gasto en infraestructura en parte por los mayores recursos de las regalías. Al contrario, la construcción de oficinas y locales comerciales seguirá con pequeñas caídas, pues este tipo de predios podría demorar su ajuste en términos de exceso de oferta hasta finales de 2019 o inicios de 2020.

El resto de la inversión, proveniente de los gastos en maquinaria y equipo de transporte, seguirán acelerándose, pues van de la mano de los mejores resultados en la producción industrial, en la actividad agropecuaria y de los precios de las materias primas. En total, la inversión en 2019 tendrá su mayor tasa de crecimiento desde 2014, pero se acelerará aún más en 2020, cuando la construcción no residencial tendrá un mayor repunte (Gráfico 3.5). Así, la tasa de inversión pasará de 22,1% del PIB este año a 22,5% del PIB en 2019, si bien aún por debajo del máximo nivel logrado en 2014 (23,4% del PIB).

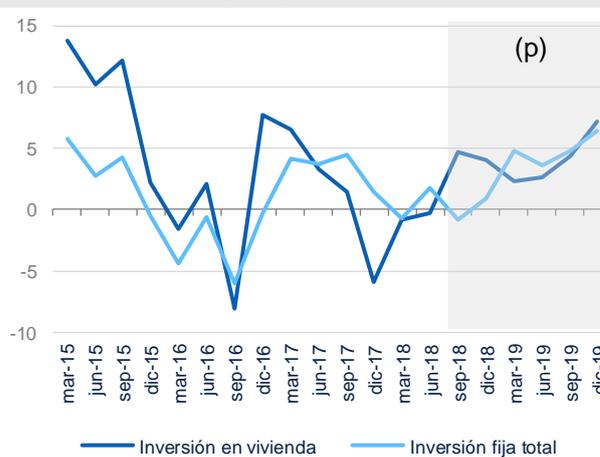
Como resultado, en 2019 el crecimiento del PIB se ubicará en 3,3% anual y se acelerará desde un 2,6% en 2018. El próximo año, por primera vez desde 2014, el PIB sobrepasará el nivel de 3,0% de crecimiento y se ubicará ligeramente por encima del crecimiento potencial de la economía. O, lo que es lo mismo, 2018 será el último año en que el PIB ampliará su brecha negativa (Gráfico 3.4).

Gráfico 3.4 PIB y consumo privado (Variación anual sin ajuste por estacionalidad, %)



Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos del DANE

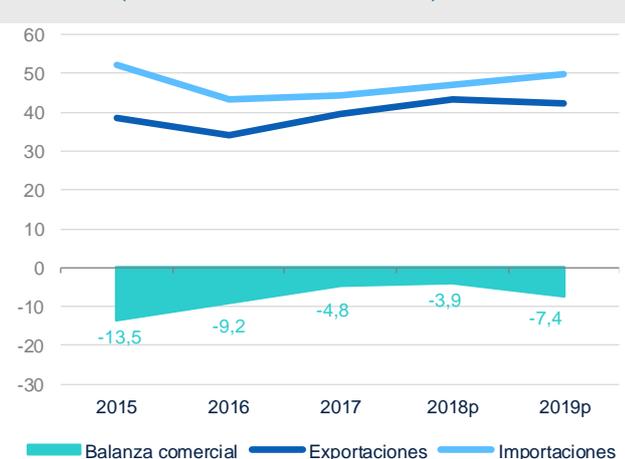
Gráfico 3.5 Inversión en vivienda e inversión fija total (Variación anual sin ajuste por estacionalidad, %)



Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos del DANE

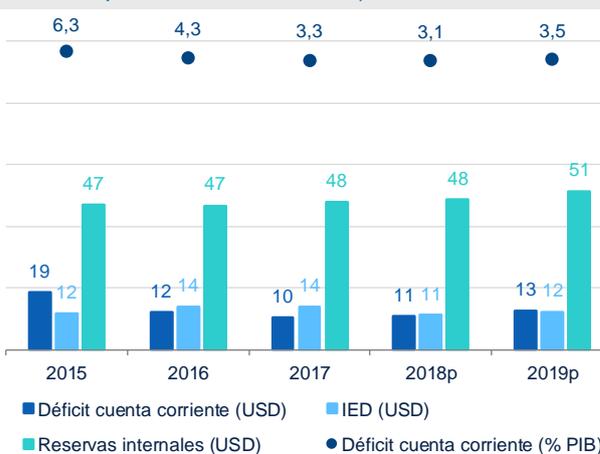
El mayor crecimiento de la economía será retador para las cuentas externas del país. Las importaciones estarán jalonadas por la mayor demanda interna y, sobre todo, por la composición del consumo y la inversión. En el primer caso, se dará una reactivación del gasto en bienes durables. En el segundo, una aceleración adicional del componente de maquinaria y equipo. Los dos conjuntos de bienes tienen un componente altamente importado que presionará al alza el déficit comercial. Máxime cuando las exportaciones totales se reducirán en 2019 respecto al valor en dólares de 2018 porque esperamos una reducción del precio y la producción de petróleo en 1,4% y 1,8%, respectivamente, que no será compensada con el aumento de 7,1% en las exportaciones no tradicionales. De hecho, estas últimas pasarán de significar el 37% de las exportaciones totales en 2018 al 41% en 2019.

Gráfico 3.6 Exportaciones, importaciones y balanza comercial (Miles de millones de dólares)



Fuente: Proyección de BBVA Research y datos de Banco de la República

Gráfico 3.7 Cuenta corriente e inversión extranjera directa (Miles de millones de dólares -USD- y % del PIB para la cuenta corriente)



Fuente: Proyección de BBVA Research y datos de Banco de la República

Adicionalmente, la presión al déficit externo también provendrá de los envíos de dividendos al exterior, pues las mayores utilidades que tendrán las empresas minero energéticas extranjeras con presencia en Colombia este año se transformarán en un mayor envío de utilidades a sus casas matrices durante 2019. El crecimiento de las

remesas de los colombianos desde el extranjero ayudará a compensar una parte de esta salida de capitales gracias a las mejores condiciones laborales de los países desarrollados.

Finalmente, esperamos que el déficit en la cuenta corriente se ubique este año en 3,1% del PIB y se amplíe en 2019 hasta 3,5% del PIB. El financiamiento no será holgado, pero se cubrirá cerca del 100% del déficit con la inversión extranjera directa, limitando la necesidad de flujos adicionales de capital de mayor volatilidad. Adicionalmente, el Banco Central anunció un plan de acumulación de reservas internacionales hasta 2020, lo cual puede ayudar a mantener positivos los indicadores externos del país, pese al aumento de las importaciones.

## Los sectores que llevarán la parada en crecimiento son la construcción y los servicios

Con el repunte que vemos en algunos indicadores de construcción en 2018 (disminución de inventarios de vivienda) y dado que el 2019 será el último año de los gobiernos locales, creemos que la construcción será el sector líder en 2019: en total creemos que el sector crecerá cerca del 5,0%, dejando atrás los malos resultados de 2017 (-2,0%) y 2018e (-3,8%) (Gráfico 3.8, Cuadro 3.1)

Detrás de la construcción sigue el sector de actividades empresariales, servicios que se beneficiarán de la recuperación industrial y del consumo: este sector crecerá 4,7% en 2019, tasa inferior al 5,4% que estimamos para 2018 (el sector crece menos por la desaceleración del gasto público). Otros servicios que sentirán la aceleración del consumo en 2019 son el de entretenimiento (crecerá 4,3%), el de comercio, transporte y restaurantes (todo el sector crecerá, 3,8% y alojamiento y restaurantes, 4,3%) y el sector de las telecomunicaciones (crecerá 3,7% y 3,9% en 2019 y 2010), actividad que históricamente es muy procíclica con toda la actividad (Cuadro 3.1).

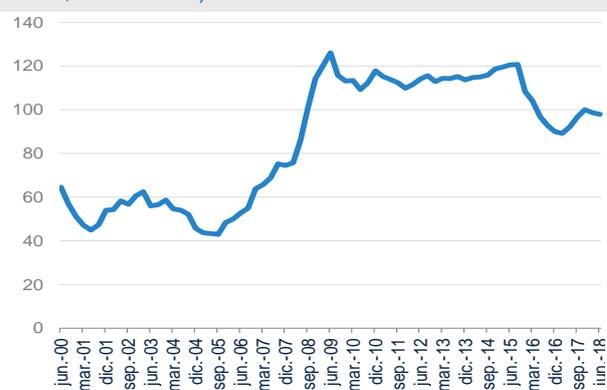
La industria tendrá un crecimiento más balanceado. En este sector, las actividades relacionadas con la construcción (fabricación de productos metálicos y no metálicos, industria química y de plásticos) que venían rezagadas por el pobre comportamiento del sector, empezarán registrar un mejor comportamiento en 2019 y 2020 (Gráfico 3.8). El resto de industrias, especialmente la de alimentos, seguirá mostrando cifras positivas gracias a la mayor demanda interna. En total, creemos que la industria tenderá una aceleración gradual, con crecimientos de 2,8% y 3,5% en 2018 y 2019.

Gráfico 3.8 Crecimiento de la construcción y de algunos sectores industriales\* (promedio móvil de 4 trimestres)



\* Industria química, caucho y plástico, minerales no metálicos metalúrgicos básicos  
Fuente: Proyecciones de BBVA Research y datos del DANE

Gráfico 3.9 Inversión en obras civiles de minería y petróleo (Índice, 2017 = 100)



Fuente: BBVA Research con datos del DANE

Finalmente, el sector minero y petrolero seguirá con crecimientos bajos. Tendremos un repunte temporal en 2019 por la mayor producción de carbón, si se compara con la baja producción de 2018 que se vio afectada por las lluvias. La producción de petróleo seguirá muy plana debido a que los niveles de inversión del sector en general aún son insuficientes para aumentar la producción hacia adelante (Gráfico 3.9). El sector de minería de metales tendrá crecimientos anémicos debido a la inestabilidad jurídica de las consultas populares. Finalmente, el sector de minas y canteras será el único sector que repuntará debido a la mayor actividad de la construcción.

En conclusión el crecimiento de la economía va a ser más balanceado hacia adelante, con un aporte importante del sector servicios. Atrás ha quedado el aporte negativo de la minería a la actividad, cuyo crecimiento desde mediados de 2014 a finales de 2018 fue de -3,0% (hacia adelante el sector tendrá un crecimiento levemente positivo). Lo mismo podemos decir de la construcción de edificaciones, su proceso de ajuste ha terminado y empezaremos a ver cifras positivas desde finales de este año (este sector cayó a una tasa promedio de 4% en 2017 y 2018). En este contexto, tendremos un PIB que empezará acelerarse lentamente hacia adelante.

Cuadro 3.1 Crecimiento del PIB por sectores (Variación anual, %)

	2017	2018p	2019p	2020p
Agricultura	5,7	4,0	3,7	3,3
Minería	-4,3	-2,6	1,3	-0,2
Industria	-1,9	2,1	2,8	3,5
Servicios Públicos	0,8	2,1	2,3	2,4
Construcción	-2,0	-3,8	5,5	4,9
Edificaciones	-5,3	-2,9	6,1	5,8
Obras civiles	6,4	-4,5	6,7	5,5
Comercio, transporte, alojamiento	1,2	3,5	3,8	4,4
Telecomunicaciones	-0,1	2,5	3,7	3,9
Actividades financieras	6,9	4,1	5,5	6,1
Actividades inmobiliarias	2,8	2,2	2,8	3,0
Actividades profesionales	3,4	5,4	4,7	4,5
Gobierno	3,8	4,6	3,1	3,7
Entretenimiento	3,9	3,1	4,3	5,5
<b>PIB</b>	<b>1,8</b>	<b>2,6</b>	<b>3,3</b>	<b>3,7</b>

Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos observados del DANE. p: proyecciones

## Hacia adelante continuará la recuperación y el cierre progresivo de la brecha

Entre 2020 y 2022 la economía colombiana seguirá cerrando su brecha de producto, creciendo sostenidamente por encima de su nivel potencial. La tasa de crecimiento promedio del período se ubicará en 3,8%, impulsada por el consumo privado (4,1%) y, principalmente, la inversión (5,7%). Al contrario, es posible que el gasto público crezca en promedio por debajo de la tasa del PIB.

El resultado sectorial será más balanceado, pues la reactivación de las exportaciones agro-industriales desde 2019 promoverá el crecimiento de los sectores transables asociados. Al contrario, la reducción paulatina del precio del petróleo hasta sus niveles de largo plazo (60 dólares por barril Brent) hará que los sectores minero energéticos mantengan bajas tasas de crecimiento. Finalmente, la dinámica progresiva de mejora en el mercado laboral y en

los ingresos de los hogares continuará apoyando el gasto en servicios, beneficiando a los sectores de turismo, hoteles, restaurantes, educación, entre otros.

## **Incertidumbre fiscal puede llevar a postergar decisiones de inversión y de consumo**

Esperamos una senda decreciente del déficit fiscal, como porcentaje del PIB, desde un 3,1% en 2018 hasta 2,4% y 2,2% en 2019 y 2020, respectivamente, en línea con la regla fiscal. Este escenario supone el logro de unos ingresos adicionales por 0,5% del PIB en 2019 y del 1,0% del PIB en 2020, además de una exigente reducción del gasto contemplada en las proyecciones de mediano plazo presentadas por el Gobierno en julio de este año. En efecto, el gasto, según los cálculos del gobierno, pasaría de 19,1% del PIB en 2017 a 18,2% en 2018, 18,0% en 2019 y 17,9% en 2020. Es decir, una reducción de 1,2 puntos del PIB en tres años.

Dada la dificultad de recortar los gastos, parece que el gobierno deberá cumplir sus metas fiscales mediante un incremento del ingreso, más que con un recorte del gasto. Esto lo sugiere el aumento del presupuesto en funcionamiento e inversión por COP 14 billones que presentó el actual gobierno en el Presupuesto General de la Nación para 2019, reduciendo en ese mismo monto las amortizaciones de la deuda. Aun así, el Presupuesto, que se fijó en COP 258,9 billones (un aumento de 10,9% respecto al de 2018), asegura el cumplimiento de la regla fiscal (Ley 1473 de 2011), pues el proceso por el que fue surtido en el Congreso exige la presentación de una Ley de Financiamiento para la consecución de los ingresos adicionales. Estos recursos equivaldrán, según el plan inicial, a COP 14 billones para dejar inalteradas las metas de déficit fiscal.

Sin embargo, existe una elevada incertidumbre acerca de la cantidad de recursos que logrará obtener la Ley de Financiamiento y sobre las fuentes de los mismos. Incluso, la incertidumbre puede prolongarse hasta la siguiente legislatura (entre marzo y junio de 2019), el cual es el plazo máximo que estipula la ley para tramitar este tipo de leyes.

Entre las posibles medidas que puede contener la Ley de financiamiento para el aumento del recaudo están la privatización de activos nacionales, la ampliación de la base gravable del IVA, la mayor base de impuesto de renta de personas, la unificación de las cédulas tributarias para las personas y el incremento de la tarifa de renta a personas de ingresos muy altos. Al contrario, trataría de reducir la carga tributaria de las empresas mediante la reducción de la tarifa de renta corporativa y la devolución (en vez del descuento actual) del IVA en la compra de bienes de capital.

Estas últimas medidas podrían tener un efecto positivo sobre la inversión, siempre y cuando no se afecte sobremanera la capacidad de crecimiento de la demanda interna a través de los impuestos a las personas. En este sentido, la incertidumbre sobre el tipo de propuestas es grande y puede llevar a afectar la confianza de los hogares en un primer momento o a postergar las decisiones de inversión y de consumo posteriormente, dependiendo del tipo de financiamiento que se apruebe.

Si se aprueba un financiamiento que contenga una baja carga tributaria y, a cambio, se establece la venta de activos nacionales (privatizaciones), el efecto sobre la demanda interna será bajo, limitándose a una reducción de la confianza a corto plazo por la incertidumbre sobre la reforma. Si se aumentan los impuestos directos a las personas, con una ampliación de la base de tributantes o de los ingresos a tributar o con mayores tarifas a las personas de altos ingresos, o con una combinación de estas medidas, el efecto sobre la confianza se transmitirá lentamente en menores decisiones de consumo, pero con efectos bajos a corto plazo y muy repartidos en los siguientes 7 trimestres (es decir, hasta septiembre de 2020). Finalmente, si el financiamiento tiene su mayor incidencia en el recaudo mediante el IVA, probablemente con la ampliación de la base de productos que lo pagan,

el efecto sobre la confianza inicial se traducirá rápidamente en menor consumo durante el primer semestre de 2019.

Nuestro escenario base de crecimiento de 2019 (una variación anual de 3,3%) está construido pensando en las dos primeras posibilidades de consecución de recursos, en donde los impactos reales sobre la demanda interna o son muy bajos o son muy repartidos en el tiempo. En caso de darse la tercera opción, el aumento de la base del IVA, se establecería un sesgo negativo sobre nuestra previsión de crecimiento.

## **La inflación muy cerca de su meta a finales del 2019, pero con vaivenes durante el año**

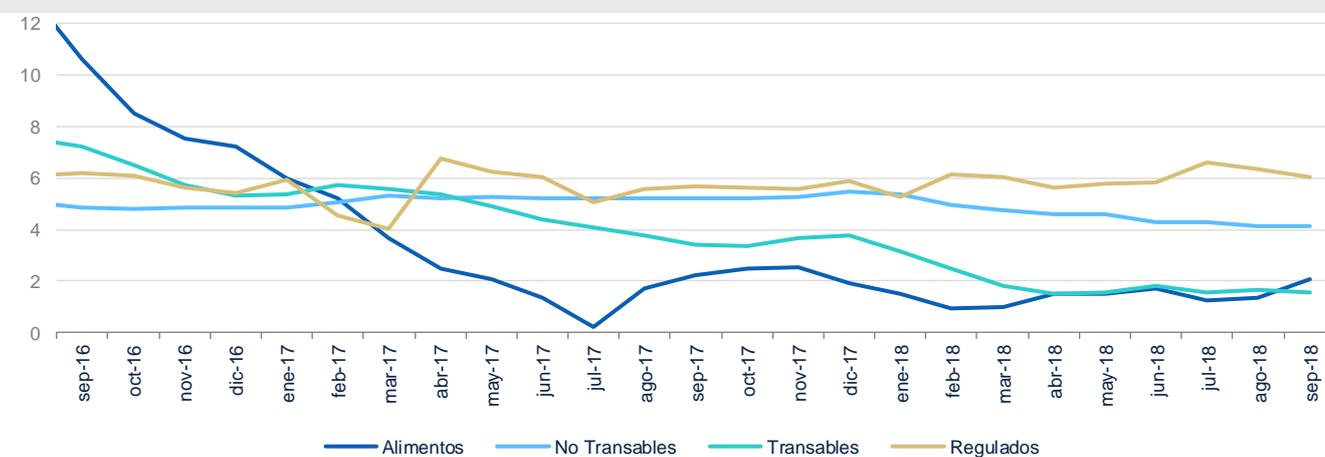
La inflación de 2018 terminará levemente por encima del 3,0%, tasa inferior a la de 4,1% que vimos al cierre de 2017. Entre diciembre de 2017 y septiembre de este año, buena parte de los componentes de la inflación se ha desacelerado: la inflación de los no transables pasó de 5,5% a 4,1% y la inflación de transables pasó de 3,8% a 1,6% (Gráfico 3.10). Por su parte, la inflación de los alimentos ha crecido a tasas bajas, inferiores al 2,0%, a lo largo de todo el año. El único grupo que no ha contribuido al descenso de la inflación ha sido el de los regulados, cuya inflación pasó de 5,9% a 6,2%, principalmente por la aceleración de la inflación de energía desde 2,1% a 7,7% y por el alza en el precio de los combustibles.

Para comienzos de 2019 la inflación tendría un descenso adicional que la ubicaría temporalmente por debajo del 3,0%. La inercia a la baja que traen algunos componentes como la inflación de arriendos y los servicios educativos y de salud será clave para mantener los precios muy cerca al 3,0%. La devaluación reciente del tipo de cambio tendrá efectos muy a corto plazo, y sin riesgos macroeconómicos por el bajo descalce de las empresas, y creemos que la senda que esperamos de la tasa de cambio para 2019 (muy estable en promedio si se compara con la de 2018) ayudará para que la inflación de los transables se mantenga por debajo del 3,0%.

La inflación de los regulados, por su parte, empezará a desacelerarse desde finales de 2018. El incremento porcentual en el precio de los combustibles en 2019 debería ser menor al que vimos en 2018, dada la senda a la baja que prevemos para el Brent en 2019. Adicionalmente, los costos de la energía eléctrica deberían reducirse por el fin de la medida que incrementó el cargo por restricciones por 36 meses desde finales de 2015, que nuestro regulador estableció para compensar los costos incurridos en la generación con líquidos durante el fenómeno de El Niño. En este contexto creemos que la inflación podría terminar el 2019 en una tasa cercana al 3,2%.

Nuestro pronóstico tiene un componente alto de incertidumbre: además del desconocimiento que tenemos sobre (i) los cambios que el DANE hará a la canasta con la que se mide el IPC en los próximos meses y (ii) sobre los cambios en las tarifas del IVA que el gobierno está estructurando en el proyecto de Ley de Financiamiento, existen algunos riesgos que podrían afectar nuestro pronóstico de inflación. Por un lado, existe una probabilidad de tener un fenómeno de El Niño desde finales de este año y que podría extenderse hasta mediados de 2019, con consecuencias negativas en la inflación de alimentos. Por otro lado, una depreciación del tipo de cambio mayor a la esperada podría afectar nuestra senda de inflación de los productos transables. Estos dos riesgos, si se materializan, podrían elevar la inflación en 2019, y dependiendo de su efecto en las expectativas de inflación, también afectarían la senda de tasas de interés de nuestro escenario central.

Gráfico 3.10 Inflación por grupos de gasto (Variación anual, %)



Fuente: BBVA Research con datos del DANE

## El cambio de postura monetaria iniciará lentamente en la segunda parte de 2019

Con un panorama de inflación controlada, en torno al punto medio del rango meta, y una actividad que si bien inicia su tendencia de recuperación, lo hace a un ritmo lento, el Emisor mantendría estable su tasa de referencia hasta mediados de 2019 en el 4,25%. Ello en buena medida por cuenta del balance actual entre las fuerzas internas: a favor del apoyo monetario para consolidar la recuperación, y las externas: a favor de no alterar el equilibrio de flujos de capitales vigente. Así las cosas, se estima que el Emisor realice su primer ajuste al alza en tasa en el segundo semestre de 2019 (julio) cuando se consolide la expansión económica por encima del 3,0% y se comience a manifestar un cierre de la brecha del producto. Al mismo tiempo, dado el paso moderado de la recuperación, el Emisor llevará la tasa hacia su nivel neutral paulatinamente, con un segundo incremento antes de finalizar 2019, cerrando el año en 4,75% y un último ajuste en el ciclo en el último trimestre de 2020, dejando la tasa en 5,0%, su nivel neutral.

En el balance de riesgos que enfrenta el Emisor, interrupciones fiscales o externas podrían alterar la senda estimada de ajuste en tasas de interés. En principio, un contexto externo volátil y hostil hacia emergentes, sin diferenciación positiva para aquellas economías con mejores fundamentales, podría precipitar un ajuste alcista en tasas, con objetivo de contener expectativas de inflación afectadas ante una potencial depreciación del tipo de cambio. En igual sentido, un ajuste fiscal incompleto, que lleve a las agencias de calificación a evaluar una reducción de la nota crediticia de Colombia, podría desencadenar en un escenario similar al mencionado anteriormente. En este frente, también existe el riesgo de una reforma tributaria que impacte nuevamente la confianza de consumidores y trunque, aunque sea parcialmente, la recuperación del gasto en la economía, postergando el cierre de la brecha del producto y, por consiguiente, aplazando el ajuste al alza en tasas.

Finalmente, la postura de política monetaria actual ha permitido un proceso de perfilamiento del crédito que ha mejorado la dinámica de la cartera vencida, desacelerando su deterioro y favoreciendo las métricas de calidad de cartera, evitando que estas continúen empeorando. Un ajuste precipitado de tasas, como el que podría desprenderse de los escenarios de volatilidad externa, podría terminar creando un ambiente negativo para la recuperación de la cartera. Este fenómeno tomaría una especial dimensión en la cartera comercial, que a pesar de contar con tasas de interés muy favorables por un tiempo prolongado, ha reaccionado poco, y se contrae en términos reales.

## 4. Una recuperación más rápida de la economía colombiana dependerá de mejoras en productividad

Durante el período 2004 - 2014, la economía colombiana experimentó unos elevados precios del petróleo y un crecimiento acelerado de la economía mundial que aseguraron un flujo importante de recursos. Estas dinámicas permitieron consolidar un ciclo de inversión en diferentes sectores del aparato productivo y llevaron a ganancias sociales significativas. La tasa de inversión llegó a 29,1% del PIB en 2014, impulsando el crecimiento de la economía y su nivel potencial. Además, se logró sacar de la pobreza a 6 millones de personas, aumentar el porcentaje de la población en clase media (desde 14,7% hasta 28,5%) y aumentar el ingreso medio anual del país desde 5,5 millones de pesos a 9,5 millones de pesos mensuales (ambas cifras a pesos constantes de 2017).

El reto a futuro para mantener las ganancias en inversión y los avances sociales es mayor. Esto se debe a un menor impulso desde el sector petrolero, por los menores precios recientes y esperados del combustible, la ausencia de un sustituto equivalente al petróleo en su rol para las exportaciones, las rentas del gobierno y el impulso a la inversión en el país, el agotamiento del bono demográfico, las condiciones de financiación externas menos favorables y la dinámica más moderada en el crecimiento potencial del mundo. Por lo tanto, son necesarias políticas adicionales para que, en un entorno más complejo, se pueda mantener un nivel elevado de crecimiento y crear las oportunidades para el nuevo escenario. El nuevo paradigma estará caracterizado por: tasa de cambio más alta, mayor homogeneidad sectorial sin el liderazgo claro de una rama de producción, sector transable no petrolero más dinámico, política fiscal menos holgada y un mundo más digital con cambios tecnológicos muy rápidos y más accesibles. Con todo, se debe migrar hacia una producción interna con mayor valor agregado.

El camino es mejorar la productividad y la competitividad del país. Estos factores son transversales a todas las actividades de la economía y son la base para el desarrollo de los negocios a partir de mejoras globales en la economía. Un ambiente con menores fricciones, baja incertidumbre pública y privada y con un estado comprometido con mejorar la infraestructura, la logística y la regulación puede llevar a una mayor productividad, la viabilidad de las empresas en el país, el fortalecimiento del mercado laboral en términos de formalidad y conocimiento y a promover el emprendimiento de nuevos negocios. Los países más productivos tienen mejores salarios, más tiempo libre, alta rentabilidad de la inversión y mayor capacidad de innovación. Y los más competitivos, pueden reducir sus costos de transacción, penetrar los mercados externos, reducir sus tiempos de comercialización y facilitar la creación de nuevas empresas. Así, pueden expandir su comercio más allá de sus fronteras y diversificar sus exportaciones.

También son necesarias algunas medidas específicas y sectoriales que permitan desplegar las políticas de mayor productividad y competitividad que se diseñaron de forma transversal. En este sentido, pueden ser de gran importancia el desarrollo de cadenas de valor, incluyendo actividades claves del país, las cuales se caracterizan por tener alto valor agregado, ser promotores de inclusión social y ser nodos de confluencia de los demás sectores de la economía. Estos sectores, según nuestro criterio, son la agro-industria y los servicios (turismo, inmobiliarios, entre otros). Por último, el documento está formado de tres partes. La primera es esta introducción, luego desarrollaremos los factores transversales y, finalmente, incluimos las propuestas específicas a cada sector.

A continuación un resumen de los cinco ejes trasversales con su diagnóstico y las líneas de acción para potencializarlos e impactar positivamente la productividad en Colombia:

Cuadro 4.1 Diagnóstico y líneas de acción para aumentar la productividad en Colombia

	Diagnóstico	Líneas de acción
<p><b>Entorno digital</b></p> 	<p>La penetración de los productos digitales es elevada, sin embargo su uso podría ser más productivo. Actualmente, sólo el 10% de las personas que tienen internet lo usan para la compra de bienes y servicios, un 10% para la banca electrónica, un 9% para trámites con el gobierno y, en cambio, un 79% para entrar a redes sociales.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Consolidar diseño y seguimiento de políticas digitales</li> <li>• Definir estándares digitales</li> <li>• Estado 100% digital</li> <li>• Implementar políticas claras para iniciativas digitales</li> <li>• Reducir costos de acceso</li> </ul>
<p><b>Educación</b></p> 	<p>Entre 72 países evaluados por las pruebas PISA, Colombia ocupa los lugares 57 en ciencias, 61 en matemáticas y 54 en lectura. A pesar que el gasto en educación en Colombia como porcentaje del gasto público total es superior al promedio de la OCDE, cuando se evalúa en términos per cápita es el más bajo con una diferencia significativa.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Evaluación e incentivación a docentes</li> <li>• Reforzar asignaturas de baja calificación y jornada única</li> <li>• Desarrollar habilidades para crear proyectos digitales</li> <li>• Investigación en tecnología</li> <li>• Universalizar bilingüismo y certificar servicios de turismo</li> <li>• Incentivos a la educación para jóvenes</li> </ul>
<p><b>Política Fiscal</b></p> 	<p>Las tasas de recaudo en Colombia son bajas comparadas con las vigentes en países de la OCDE y con países de la región con énfasis en recaudo a empresas (83%) con pocas empresas contribuyentes. El impuesto de renta a personas se concentra en 1,8 millones de contribuyentes.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Aumentar recaudo de impuestos vía mayor capacidad de la DIAN, desmonte de exenciones, ampliar bases e incentivar eficiencia en recaudo local</li> <li>• Reducir tarifas de renta a sociedades (una vez alcanzado el mejor recaudo)</li> <li>• Simplificar tributación municipal y departamental</li> <li>• Crear mecanismo de flexibilización y focalización del gasto</li> <li>• Reforma pensional paramétrica: indiferencia entre regímenes</li> <li>• Claridad y estabilidad regulatoria con enfoque competencia y eficiencia</li> <li>• Acelerar procesos jurídicos</li> </ul>
<p><b>Infraestructura</b></p> 	<p>Colombia cuenta con 4,2 kilómetros de vías pavimentadas por cada mil habitantes, ubicándola en los últimos lugares en la región. El costo por kilómetro y tonelada transportada en la red de vías en Colombia es de 0,21 dólares en el 2016, más elevado que en la mayoría de los países de la región. Además, según el <i>World Economic Forum</i>, Colombia ocupa el puesto 87 en infraestructura, 110 en vías terrestres y 88 en salud y educación primaria, con respecto a 137 economías evaluadas.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Implementar transporte y energía modernos, más económicos, limpios y multimodales</li> <li>• Desarrollar logística de comercio internacional y centros urbanos</li> <li>• Integrar zonas alejadas con redes multimodales e infraestructura social</li> <li>• Implementar transporte urbano público integrado y verde</li> </ul>
<p><b>Formalización</b></p> 	<p>Según el DNP, alrededor del 75% de las empresas no están registradas en el Registro Único Tributario (RUT) ni en el Registro Único Empresarial y Social (RUES). El incumplimiento es aún más alto en el caso de la afiliación de los trabajadores a la seguridad social, los estándares sanitarios o la declaración y pago de impuestos. Además, la mitad de los ocupados del país son informales y sólo un 30% está afiliado a la seguridad social.</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Parametrizar imposable con instrumentos (tributación objetiva)</li> <li>• Ampliar y obligar uso de factura electrónica</li> <li>• Simplificar interacción de privados con Gobierno</li> <li>• Eliminar aportes a cajas de compensación atados a la nómina</li> <li>• Flexibilizar tránsito entre regímenes subsidiado y contributivo de salud</li> <li>• Eliminar contribución a salud de los empleados formales (&lt;2SMLV)</li> </ul>

Fuente: BBVA Research

## 5. Tablas con pronósticos

**Tabla 5.1** Previsiones Macroeconómicas

	2014	2015	2016	2017	2018	2019
PIB (% a/a)	4,7	3,0	2,0	1,8	2,6	3,3
Consumo Privado (% a/a)	4,6	3,1	1,4	1,8	3,0	3,5
Consumo Público (% a/a)	4,7	4,9	1,8	4,0	4,8	3,4
Inversión (% a/a)	9,9	2,8	-2,7	3,3	0,3	5,0
Inflación (% a/a, fdp)	3,7	6,8	5,7	4,1	3,3	3,2
Inflación (% a/a, promedio)	2,9	5,0	7,5	4,3	3,3	3,2
Tasa de cambio (fdp)	2.392	3.149	3.001	2.984	2.960	2.900
Devaluación (% fdp)	24,2	31,6	-4,7	-0,6	-0,8	2,0
Tasa de cambio (promedio)	2.001	2.742	3.055	2.951	2.911	2.921
Devaluación (% fdp)	7,1	37,0	11,4	-3,4	-1,4	0,3
Tasa BanRep (% fdp)	4,50	5,75	7,50	4,75	4,25	4,75
Tasa DTF (% fdp)	4,3	5,2	6,9	5,3	4,5	4,8
Balance Fiscal GNC (% PIB)	-2,4	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,4
Cuenta Corriente (% PIB)	-5,2	-6,5	-4,4	-3,3	-3,1	-3,5
Tasa de desempleo urbano (% fdp)	9,3	9,8	9,8	9,8	9,8	9,6

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

**Tabla 5.2** Previsiones Macroeconómicas Trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (% fdp)
T1 15	2,5	4,6	2.576	4,50
T2 15	2,9	4,4	2.585	4,50
T3 15	3,8	5,4	3.122	4,75
T4 15	2,6	6,8	3.149	5,75
T1 16	2,7	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,6	8,6	2.916	7,50
T3 16	1,0	7,3	2.880	7,75
T4 16	1,6	5,7	3.001	7,50
T1 17	2,1	4,7	2.880	7,00
T2 17	1,7	4,0	3.038	6,25
T3 17	1,7	4,0	2.937	5,25
T4 17	1,7	4,1	2.984	4,75
T1 18	2,2	3,1	2.780	4,50
T2 18	2,8	3,2	2.931	4,25
T3 18	2,7	3,2	2.972	4,25
T4 18	3,0	3,3	2.960	4,25
T1 19	3,5	3,1	2.950	4,25
T2 19	3,6	3,0	2.920	4,25
T3 19	2,8	3,2	2.900	4,50
T4 19	3,5	3,2	2.900	4,75

Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

## Este informe ha sido elaborado por la unidad de Colombia

**Economista Jefe de Colombia**  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Fabián García**  
fabianmauricio.garcia@bbva.com

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

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

**Alejandro Reyes**  
alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

**María Paula Castañeda**  
mariapaula.castaneda@bbva.com

## BBVA Research

**Economista Jefe Grupo BBVA**  
Jorge Sicilia Serrano

**Análisis Macroeconómico**  
Rafael Doménech  
r.domenech@bbva.com

**Economía Digital**  
Alejandro Neut  
robertoalejandro.neut@bbva.com

**Escenarios Económicos  
Globales**

**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@bbva.com

**Mercados Financieros Globales**  
Sonsoles Castillo  
s.castillo@bbva.com

**Modelización y Análisis de largo  
plazo Global**  
Julían Cubero  
juan.cubero@bbva.com

**Innovación y Procesos**  
Oscar de las Peñas  
oscar.delaspenas@bbva.com

**Sistemas Financieros y  
Regulación**  
Santiago Fernández de Lis  
sfernandezdelis@bbva.com

**Regulación Digital y  
Tendencias**  
Álvaro Martín  
alvaro.martin@bbva.com

**Regulación**  
Ana Rubio  
arubiog@bbva.com

**Sistemas Financieros**  
Olga Cerqueira  
olga.gouveia@bbva.com

**España y Portugal**  
Miguel Cardoso  
miguel.cardoso@bbva.com

**Estados Unidos**  
Nathaniel Karp  
nathaniel.Karp@bbva.com

**México**  
Carlos Serrano  
carlos.serranoh@bbva.com

**Turquía, China y Big Data**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

**Turquía**  
Álvaro Ortiz  
alvaro.ortiz@bbva.com

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

**América del Sur**  
Juan Manuel Ruiz  
juan.ruiz@bbva.com

**Argentina**  
Gloria Sorensen  
gsorensen@bbva.com

**Colombia**  
Juana Téllez  
juana.tellez@bbva.com

**Perú**  
Francisco Grippa  
fgrippa@bbva.com

**Venezuela**  
Julio Pineda  
juliocesar.pineda@bbva.com

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

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