

# Situación Colombia

Cuarto Trimestre 2019

# 01

Entorno global:  
incertidumbre y tensiones  
comerciales y políticas  
limitan el crecimiento  
global y alteran los  
mercados financieros

# Mensajes clave



Ya se observa el efecto de las tensiones comerciales en el crecimiento. Se espera un menor crecimiento en 2019 y 2020 a nivel global, aun cuando no se anticipa que se presente una recesión en las principales economías.



Se ha iniciado un ciclo de rebajas de las tasas de interés y otras políticas acomodaticias. La Reserva Federal reducirá otros 25 puntos básicos su tasa de política en lo que resta del año. El BCE podría reducir más sus tasas de política e implementar nuevas políticas expansivas de balance.



El crecimiento mundial se estabilizará en 3,2% en 2019 y en 3,1% en 2020. Se ubicará por debajo del registro de 2018 de 3,7%.

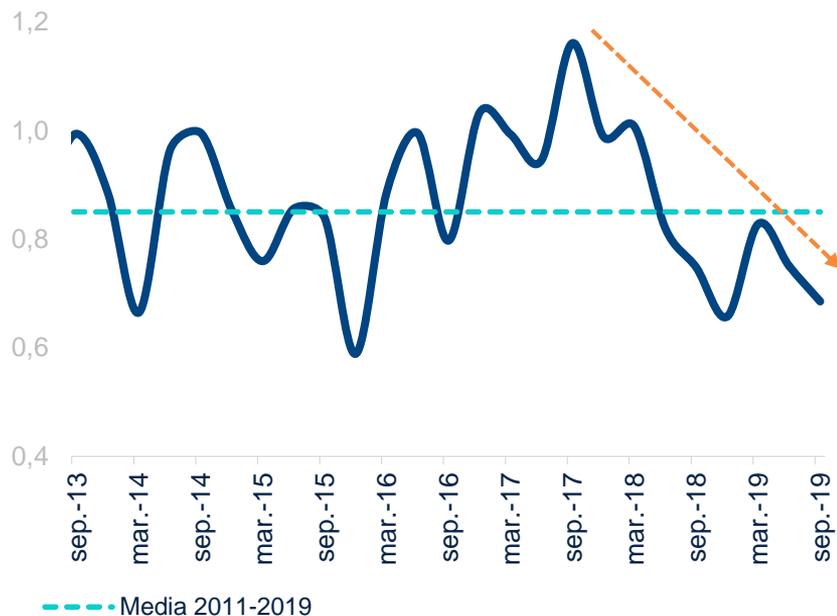


El entorno global seguirá siendo particularmente desafiante para los países emergentes. El riesgo y volatilidad se han estabilizado en niveles altos, a pesar de los alivios en las tasas de interés de los principales bancos centrales. Se anticipan reducciones adicionales de los precios de materias primas.

# El crecimiento global sigue perdiendo fuerza producto de la incertidumbre y el proteccionismo

## CRECIMIENTO DEL PIB MUNDIAL

(PREVISIONES BASADAS EN EL MODELO BBVA-GAIN; %T/T)

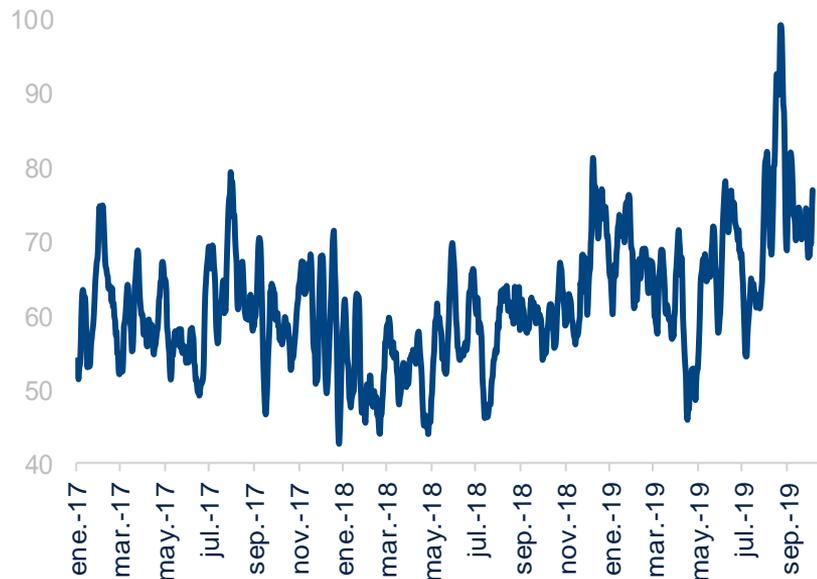


- La evidencia reciente confirma que la **incertidumbre y el proteccionismo** están afectando negativamente al crecimiento.
- La reciente **desaceleración del crecimiento** ha sido mayor a la esperada, especialmente en China y Europa.
- Las **exportaciones** y las **manufacturas** siguen con un desempeño particularmente débil...
- ... y ya hay indicios de que esta debilidad se está empezando a trasladar al sector de servicios.

# La incertidumbre ha repuntado con fuerza en agosto y se mantiene elevada pese a la reciente moderación

## ÍNDICE DE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA

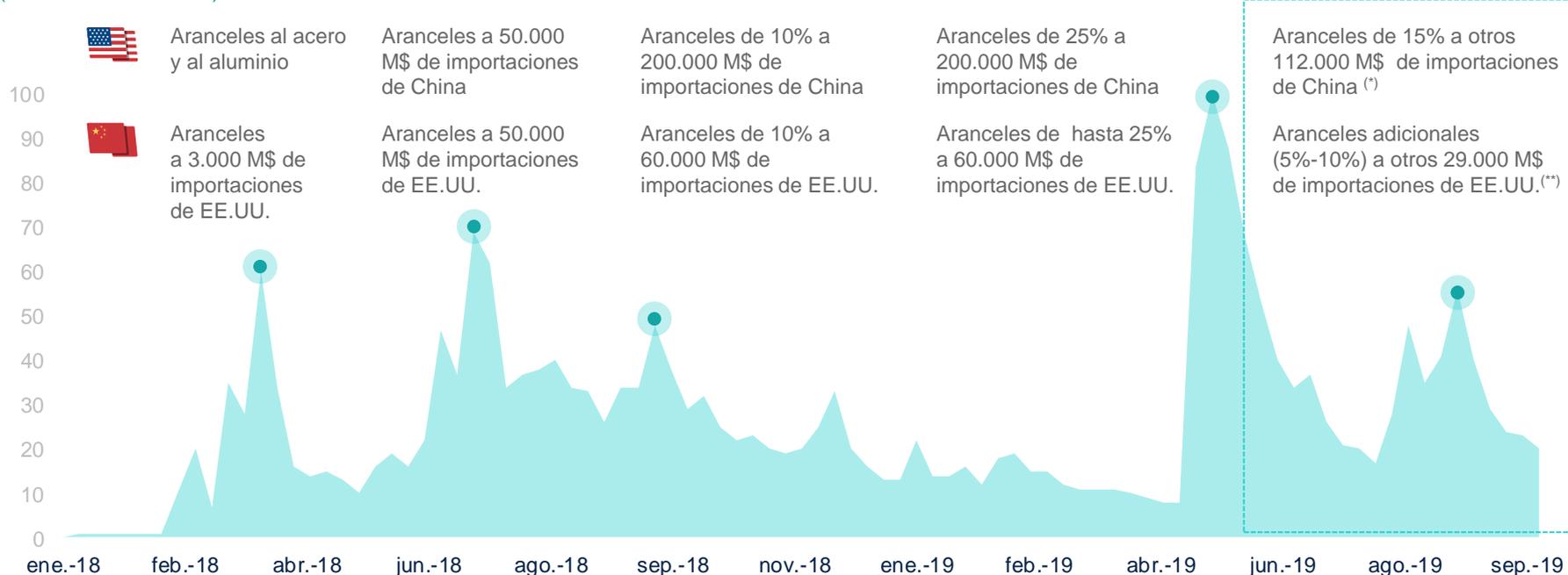
(TONO DE COMUNICACIÓN SOBRE INCERTIDUMBRE ECONÓMICA EN LA PRENSA PONDERADO POR LA COBERTURA MEDIÁTICA)



- Alta incertidumbre debido a:
  - tensiones comerciales y tecnológicas
  - *brexit*
  - turbulencias políticas y geopolíticas
- El impacto sobre la confianza refuerza los efectos de la **desaceleración estructural de China** y la **moderación cíclica de EE.UU.**

# Las nuevas medidas proteccionistas han alimentado las tensiones comerciales

## ÍNDICE DE GUERRA COMERCIAL: BÚSQUEDAS EN GOOGLE SOBRE EL TÉRMINO "GUERRA COMERCIAL" (ÍNDICE DE 0 A 100)



(\*) Y hasta dic-19 aranceles adicionales de 5% (del 25% al 30%) a 250.000 M\$ y 15% al resto de importaciones de China. (\*\*) Y hasta dic-19 aranceles adicionales (5%-10%) a otros 46.000M\$ de importaciones de EE.UU. Fuente: BBVA Research y Google Trends

# La mayor incertidumbre también ha ocasionado una búsqueda de refugio hacia activos más seguros

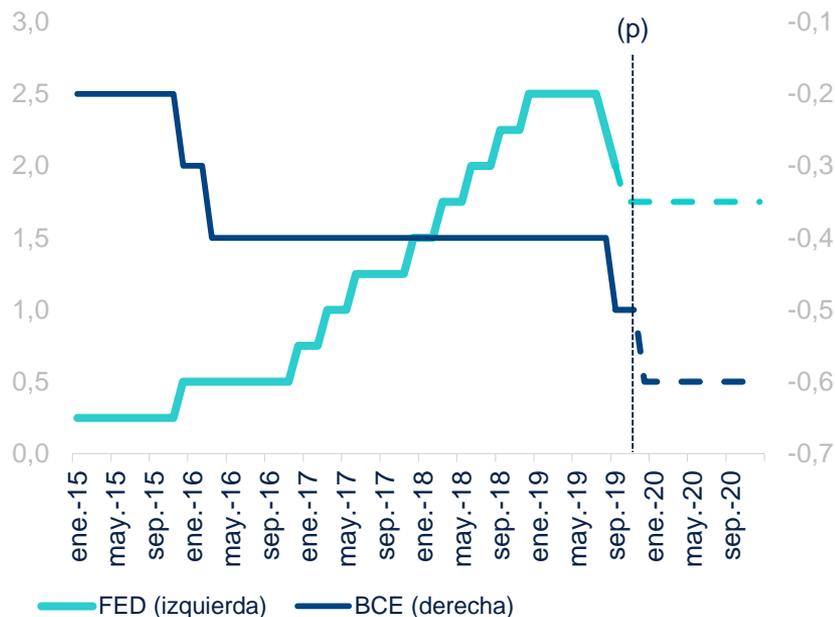
## RENTABILIDAD DE LA DEUDA SOBERANA

(%)



# Los bancos centrales vuelven a adoptar medidas de estímulo monetario para evitar una destorcida mayor en el crecimiento

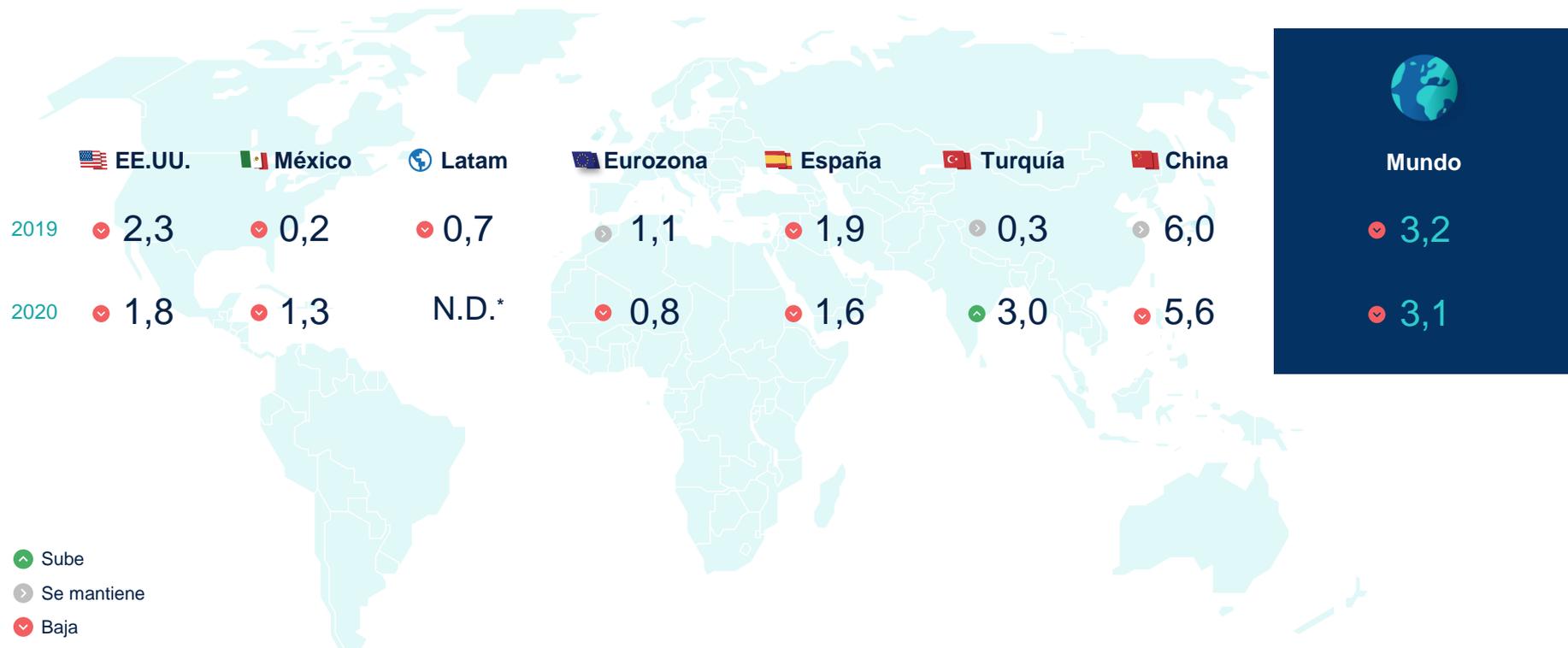
## FED Y BCE: TIPOS DE INTERÉS\* (%, FIN DE PERÍODO)



- **Fed:** reducción en 50bps de los tipos en los últimos meses y al menos un recorte adicional de 25bps en octubre.
- **BCE:** un agresivo paquete monetario
  - recorte en 10bps de los tipos de depósito
  - sistema de tasas de depósitos escalonadas
  - expansión cuantitativa
  - subastas de liquidez con condiciones más ventajosas
- En Europa, una reducción adicional de los tipos de depósito de 10 bps es probable.
- **China y otros países emergentes:** recortes más agresivos de los tipos de interés.

\*Tipos de interés de depósitos en el caso del BCE. Previsiones a partir de oct/19.  
Fuente: BBVA Research

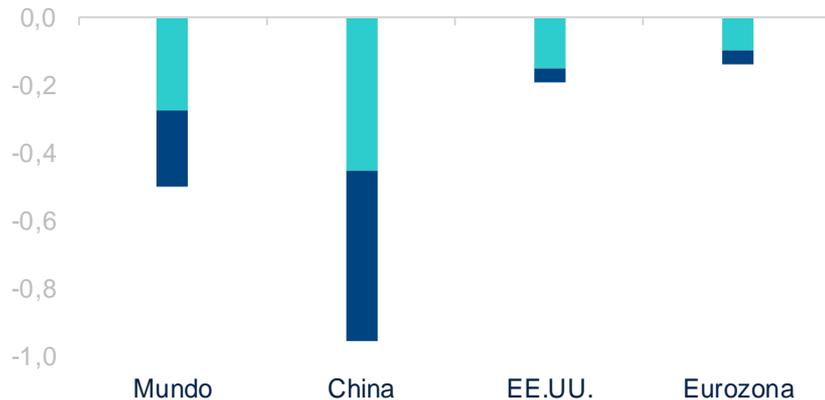
# La economía mundial se desacelera de manera más marcada



\*Previsión agregada para América Latina no disponible por falta de previsión definitiva para Argentina.  
Fuente: BBVA Research

# Esta desaceleración más marcada se debe en parte a la persistencia de las tensiones proteccionistas

## EFECTO EN EL PIB DEL PROTECCIONISMO (EFECTO ACUMULADO EN DOS AÑOS, PP)



- Efecto de las medidas proteccionistas tomadas a partir de ago-19 \*
- Efecto de las medidas proteccionistas tomadas antes de ago-19 \*

\*Efecto directo e indirecto. **Medidas tomadas antes de ago-19:** EE.UU: aranceles de 25% sobre el acero, de 10% sobre el aluminio y de 25% sobre USD 250.000 millones de importaciones de China. China: 25% sobre USD 110.000 millones de importaciones de EE.UU. **Medidas tomadas a partir de ago-19** (a ser implementadas, si no hay acuerdo, hasta dic-19): EE.UU: aranceles extra de 5% sobre USD 250.000 millones y 15% sobre USD 300.000 millones de importaciones de China. China: aranceles extra (5%-10%) sobre USD 75.000 millones de importaciones de EE.UU.

Fuente: BBVA Research

- Las revisiones en las previsiones de crecimiento están, en general, en línea con el **impacto estimado del proteccionismo**.
- Especialmente en China, el impacto ha sido atenuado por medidas contracíclicas.
- En la **Eurozona** el deterioro es aún mayor por las menores exportaciones a Reino Unido (*brexit*) y los problemas en el sector automotor.
- **Riesgos:** si se rompen las negociaciones entre EE.UU. y China o si la escalada de aranceles entre EE.UU. y Europa va a más, habría un efecto negativo adicional sobre la economía global.

# Petróleo: las peores perspectivas de crecimiento presionan los precios a la baja

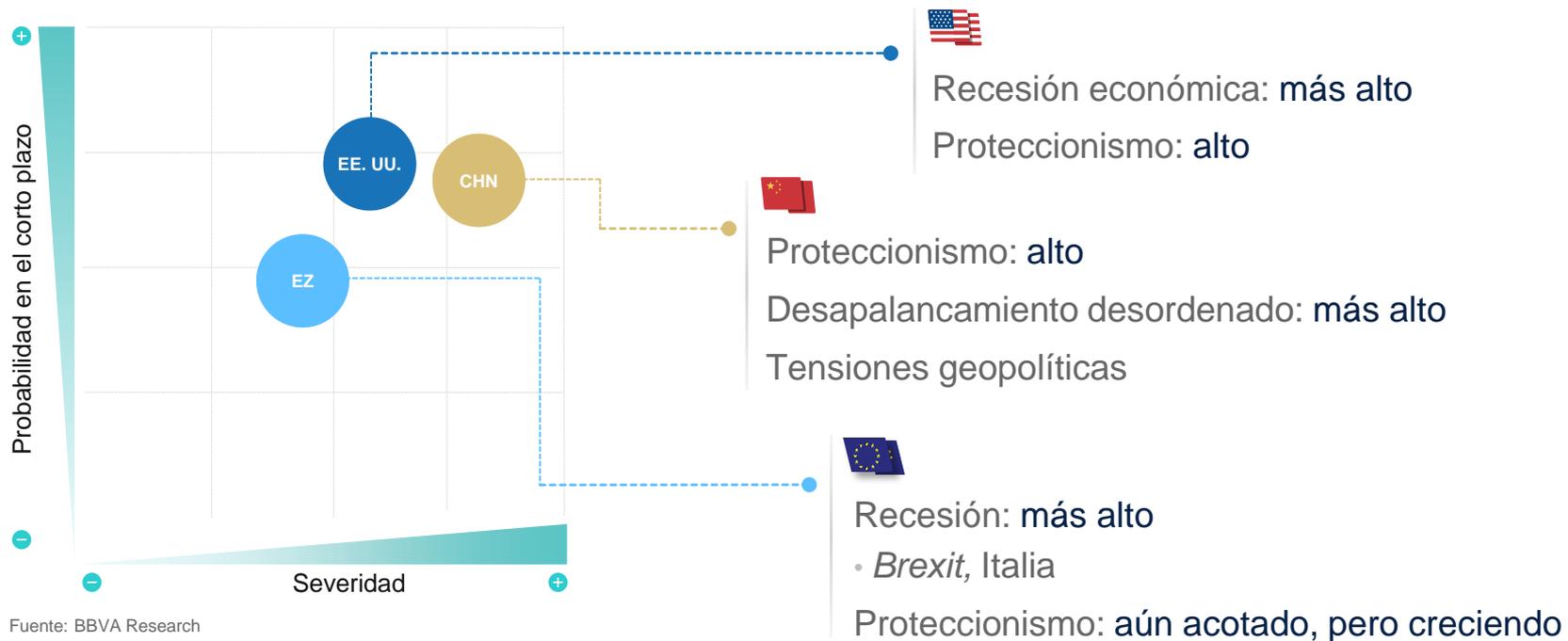
## PRECIO DEL PETRÓLEO BRENT

(DÓLARES POR BARRIL, PROMEDIO ANUAL)



- Ligerá revisión al alza de las previsiones de corto plazo. Existe un riesgo de que una escalada de tensiones en el Medio Oriente acabe elevando los precios del crudo.
- En todo caso, se mantienen perspectivas de moderación a medio plazo, dada la relativa fortaleza de la oferta en un entorno de menor demanda.

# Los riesgos globales no dejan de aumentar, principalmente por las tensiones entre China y EE.UU.



También ha aumentado el riesgo de turbulencias geopolíticas en el Medio Oriente.  
Las vulnerabilidades financieras pueden amplificar la gravedad de los riesgos.

# 02

La economía colombiana  
seguirá consolidando su  
crecimiento en un  
contexto de fuertes  
vientos en contra

## Mensajes clave



Los datos más recientes reflejan una recuperación gradual del crecimiento. De la mano de la demanda interna, con un impulso significativo tanto en consumo privado como en inversión, se logró sopesar el efecto negativo de la demanda externa, que se debe principalmente a un elevado crecimiento de las importaciones.



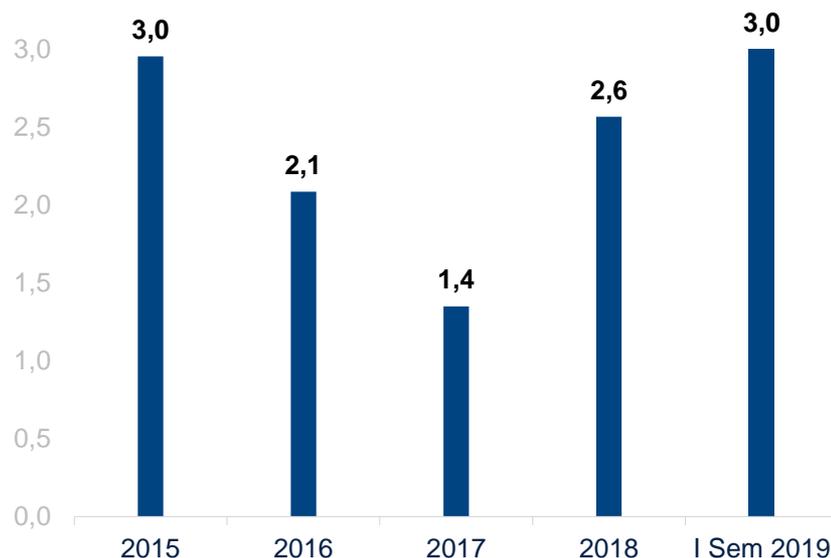
Hacia 2020, el consumo seguirá apoyando la actividad, aun cuando moderará algo su ímpetu. Por primera vez en un lustro, el crecimiento de la inversión logrará ubicarse por encima del crecimiento del PIB, sustentado en las mejoras de la construcción en edificaciones. Se espera un menor dinamismo de las exportaciones pero a la vez de las importaciones, lo que permite alcanzar un 3,0% de crecimiento.



A nivel sectorial, esperamos para 2020 una recuperación en la mayoría de sectores, salvo en Gobierno y Servicios Empresariales producto de la austeridad requerida para el cumplimiento de las metas fiscales. La consolidación del crecimiento se logra en dos etapas: aquellos sectores que ya superan sus guarismos del ciclo adverso (minería e industria) y aquellos que se aceleran pero no los superan aún (construcción).

# La economía sigue un proceso de recuperación gradual y ordenado, alcanzando un 3,0% de crecimiento en el primer semestre de 2019

**PIB\***  
(VARIACIÓN ANUAL, %)

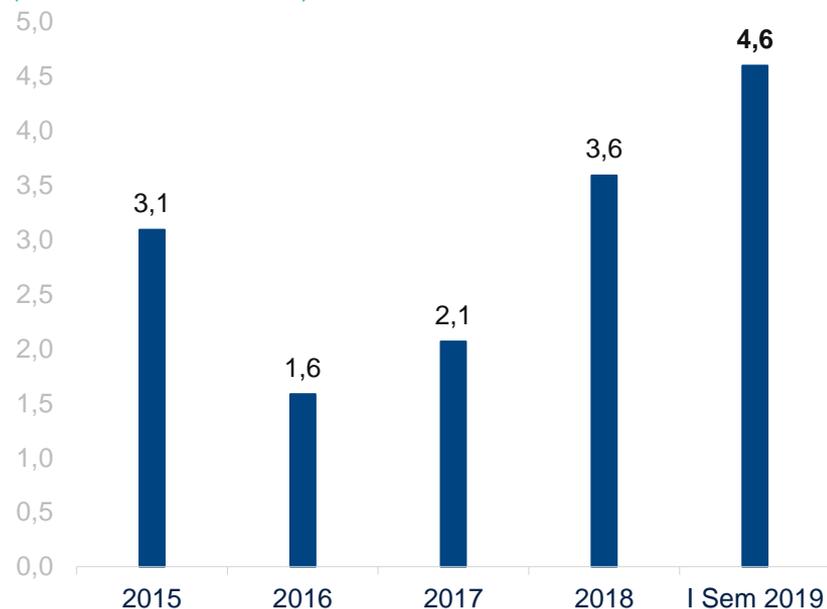


- La recuperación ha estado vinculada a una **aceleración en la demanda interna**.
- Tanto **consumo** como **inversión** apoyan la aceleración en el primer semestre, mientras que la demanda externa representa un aporte negativo.
- La recuperación se logra en medio de un difícil panorama externo y alta volatilidad en los mercados financieros.

# El consumo de los hogares ha contribuido significativamente a la recuperación del PIB. Todos sus componentes crecen bien

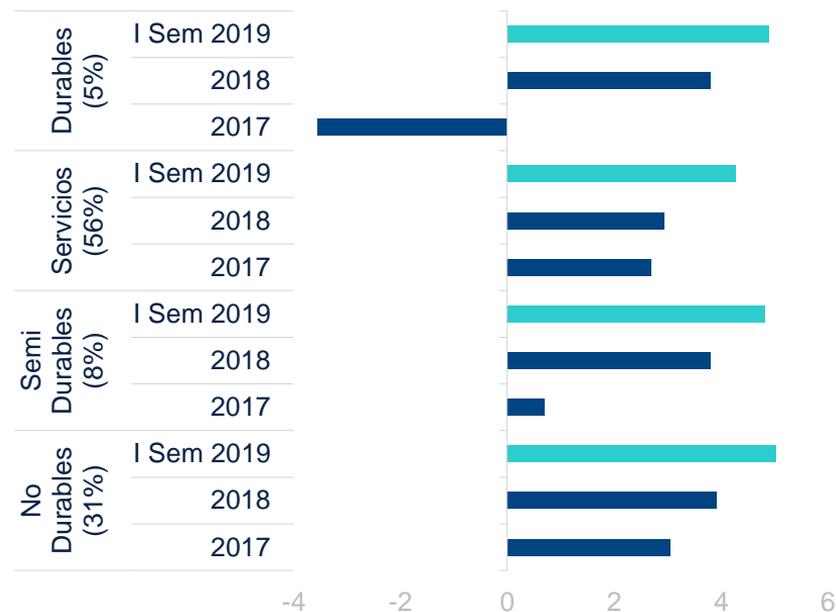
## CONSUMO DE LOS HOGARES\*

(VARIACIÓN ANUAL, %)



## CONSUMO DE LOS HOGARES, POR TIPO\*

(VARIACIÓN ANUAL, %)

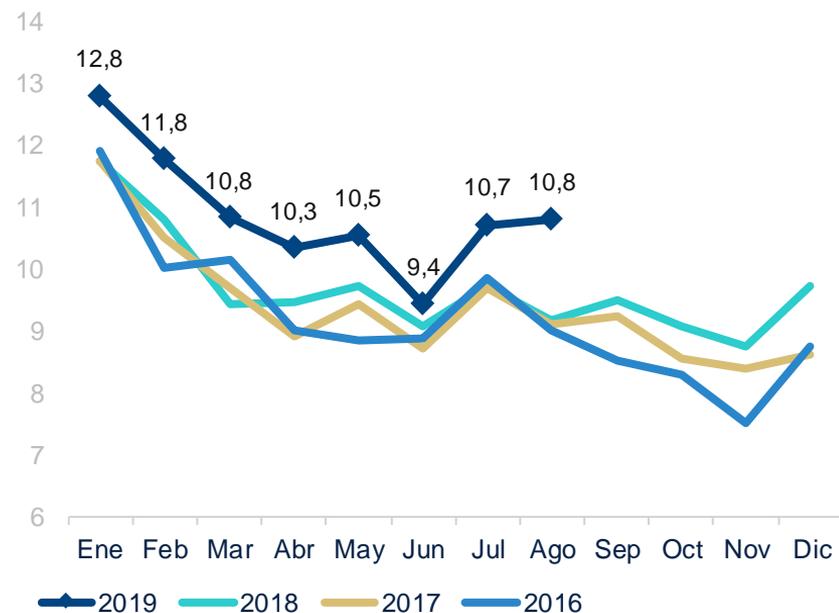


\* Calculado sobre la serie original  
Fuente: BBVA Research con datos del DANE

# Sin embargo, su comportamiento reciente no puede ser explicado plenamente con los fundamentales macroeconómicos tradicionales

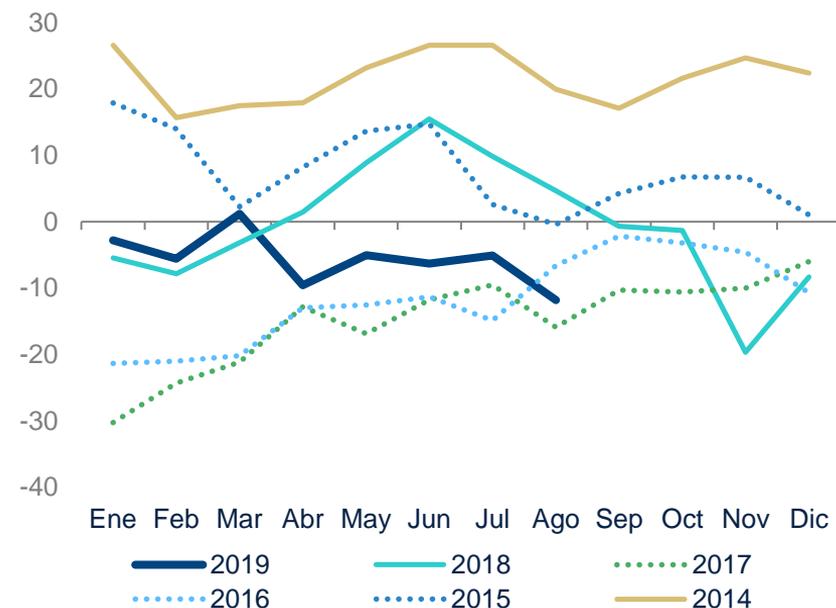
## TASA DE DESEMPLEO NACIONAL

(% DE LA PEA)



## CONFIANZA DE LOS CONSUMIDORES

(BALANCE DE RESPUESTAS, %)



# Algunas hipótesis alrededor del comportamiento reciente del consumo de los hogares que podrían explicar la desconexión macro



# Para lo que resta del año y en 2020 esperamos moderación del crecimiento del consumo. Seguirá creciendo por encima del PIB

## CONSUMO DE LOS HOGARES\*

(VARIACIÓN ANUAL, %)

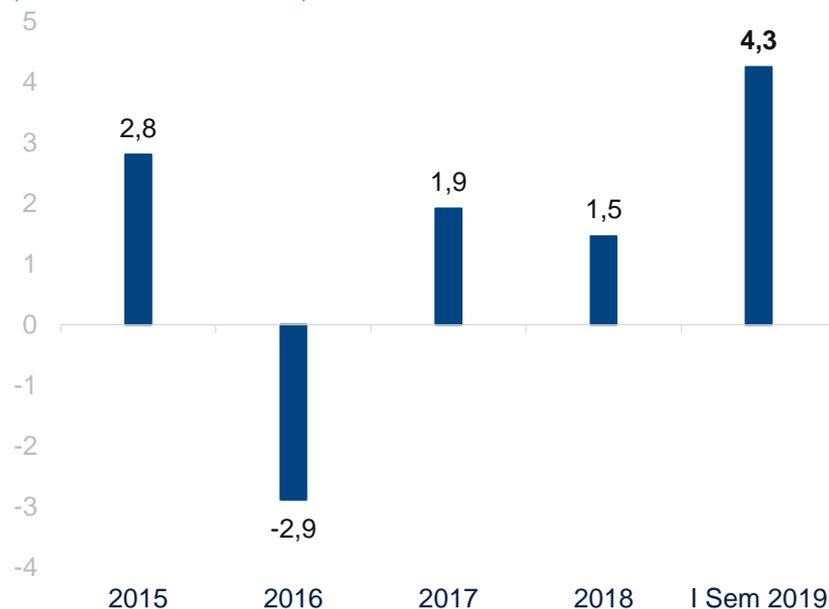


- Esperamos que varios de las hipótesis expuestas cedan paulatinamente y permitan una desaceleración del consumo, aún creciendo por encima del PIB.
- El deterioro del mercado laboral y la débil confianza de los consumidores serán factores que limitarán el gasto de los hogares hacia adelante.
- La depreciación del tipo de cambio debe moderar el gasto en bienes de consumo importado.

# En el ISem de 2019, la inversión tuvo un importante repunte por cuenta de maquinaria y equipo y otros edificios (obras civiles)

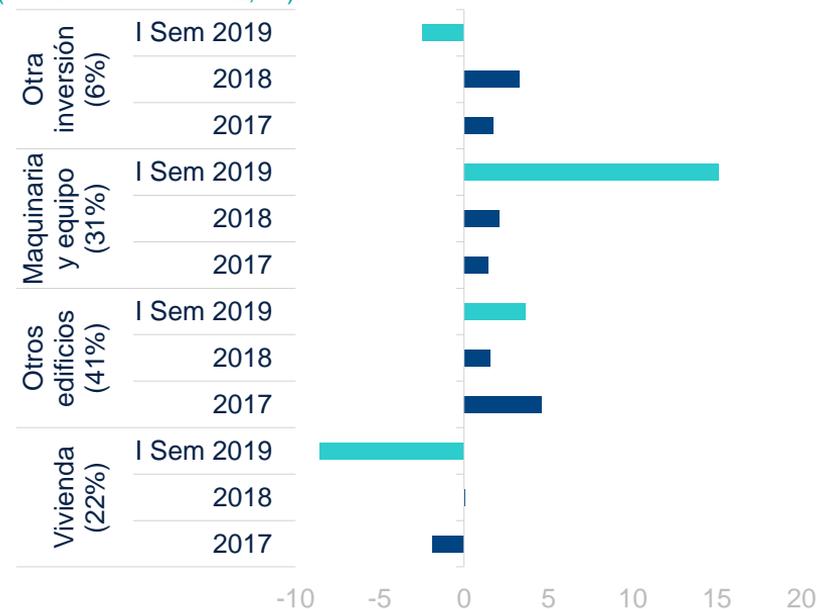
## INVERSIÓN\*

(VARIACIÓN ANUAL, %)



## INVERSIÓN, POR TIPO\*

(VARIACIÓN ANUAL, %)



\*Calculado sobre la serie original.

Fuente: BBVA Research con datos de DANE

# Panorama positivo en inversión es explicado por sus fundamentales: ley de financiamiento, fin de gobiernos regionales, confianza y otros

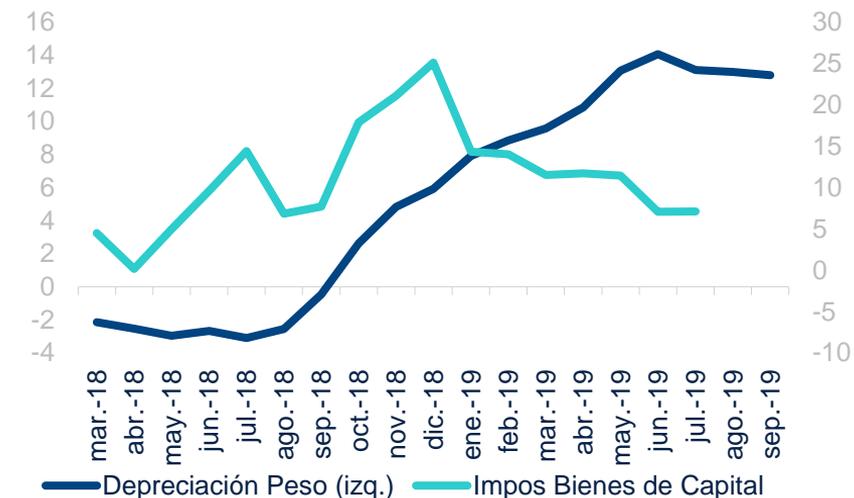
## CONFIANZA INDUSTRIAL Y CAPACIDAD UTILIZADA

(BALANCE DE RESPUESTAS Y %)



## TIPO DE CAMBIO E IMPORTACIONES

(VARIACIÓN ANUAL, %)

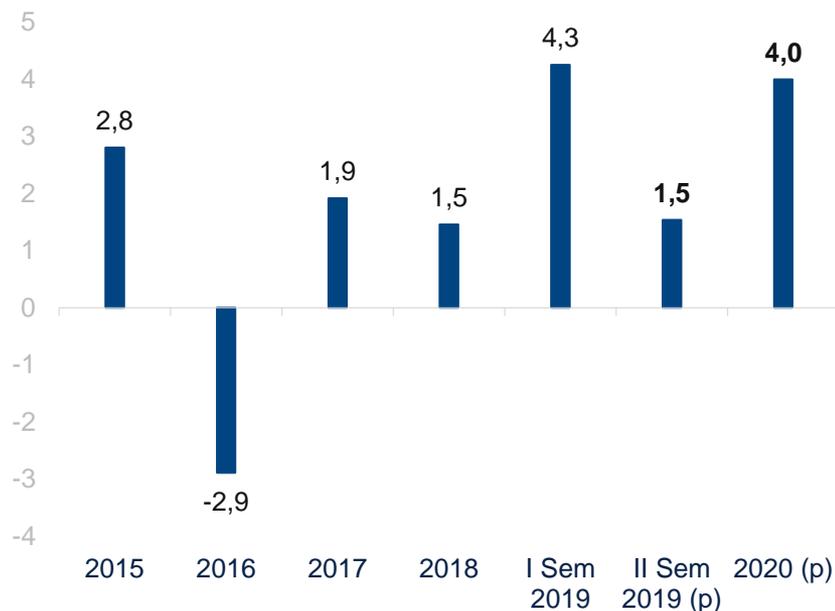


Fuente: BBVA Research con datos de DANE; Fedesarrollo y Bloomberg. \*Datos hasta Agosto 2019

Sin embargo, la depreciación acumulada y la desaceleración en el margen de las importaciones de bienes de capital apuntan a una moderación en la inversión en lo que resta del año.

# Para 2020 esperamos que la inversión crezca por encima del PIB sustentada en el comportamiento de las edificaciones

## INVERSIÓN\* (VARIACIÓN ANUAL, %)

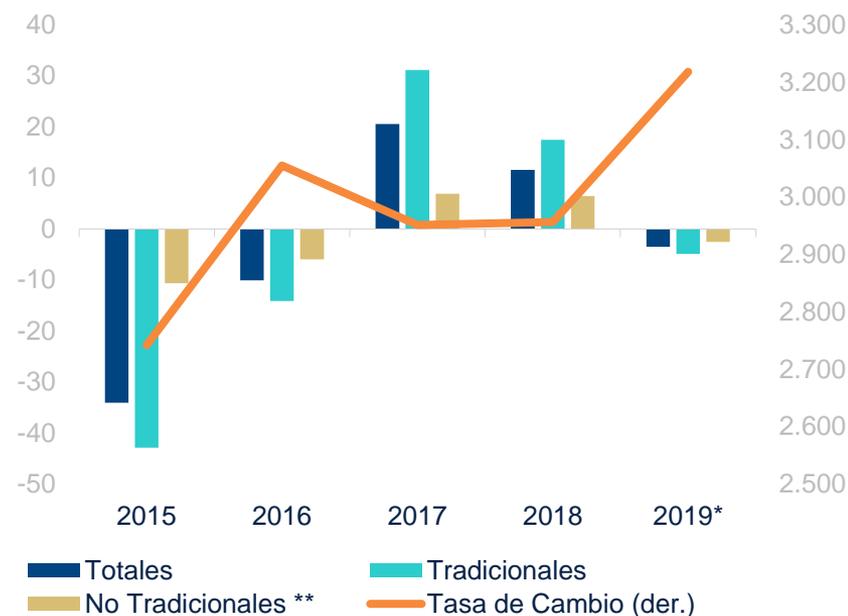


(p) Previsión. \* Calculado sobre la serie original  
Fuente: BBVA Research con datos del DANE

- La incertidumbre alrededor de la Ley de Financiamiento y la importante depreciación del tipo de cambio puede haber ralentizado el proceso de inversión en maquinaria y equipo en el segundo semestre de 2019.
- La vivienda tomará impulso en 2020. Con un importante efecto base contribuirá significativamente a la aceleración de la inversión.
- El gasto en inversión de los gobiernos regionales se frenará en la mayoría de municipios y gobernaciones por cuenta del inicio de los nuevos gobiernos electos y la necesidad de pasar sus planes de desarrollo.

# Exportaciones se contraen en 2019 por efectos en precio y el menor crecimiento global, a pesar de la buena tasa de cambio que enfrentan

## EXPORTACIONES EN DÓLARES Y TASA DE CAMBIO (VARIACIÓN ANUAL, %, PESOS POR DÓLAR)



- El menor crecimiento global, y el deterioro de las perspectivas de nuestros socios regionales, limitan la capacidad de crecimiento de las exportaciones.
- En cuanto a las tradicionales, se ha enfrentado una caída importante en precios del petróleo y carbón, como en cantidades para el carbón.
- La depreciación no ha logrado compensar los efectos de la demanda internacional. En particular se ha observado que algunas cadenas de valor no han logrado hacer una sustitución hacia producción local y sigue habiendo una dependencia de materias primas en dólares.

\* Datos a agosto. \*\* No incluye oro ni esmeraldas.

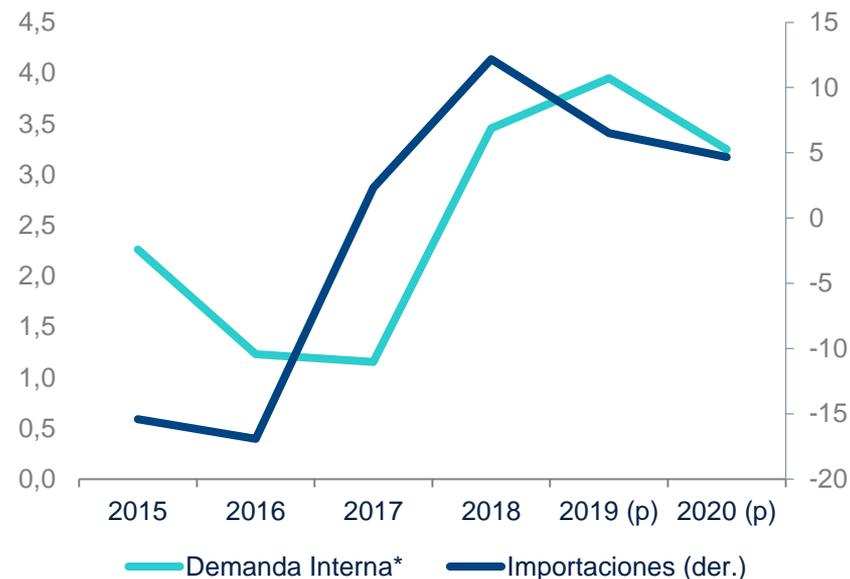
Fuente: BBVA Research con datos de DANE y Bloomberg

# La desaceleración global y de nuestra demanda interna hacen que tanto las exportaciones como las importaciones se moderen en 2020

## EXPORTACIONES Y CRECIMIENTO GLOBAL (VARIACIÓN ANUAL, %)



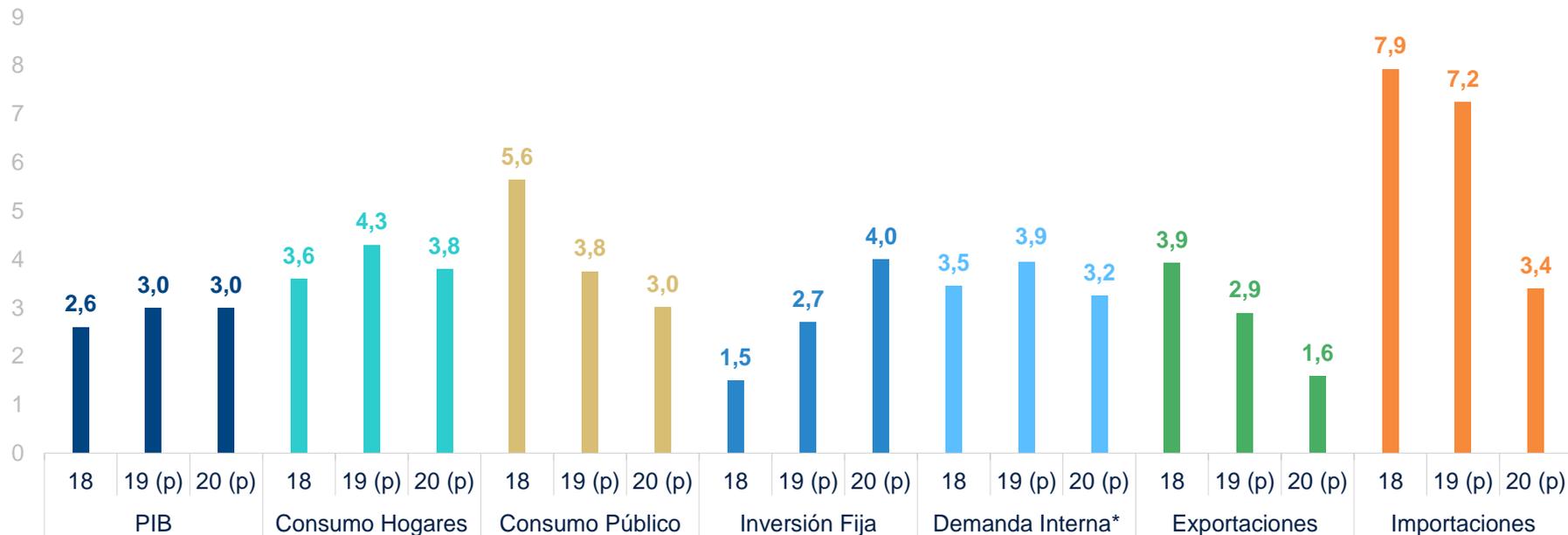
## IMPORTACIONES Y DEMANDA INTERNA\* (VARIACIÓN ANUAL, %)



# Con todo, el PIB se mantendrá creciendo 3,0% en 2019 y 2020

## PIB Y SUS PRINCIPALES COMPONENTES\*\*

(VARIACIÓN ANUAL, %)



(p) Previsión. \*incluye discrepancia estadística ; \*\* Calculado sobre la serie original

Fuente: BBVA Research con datos de DANE.

# A nivel de sectores, se espera una aceleración generalizada entre 2018 y 2020

## MAPA DE DESEMPEÑO SECTORIAL (DIFERENCIA EN VARIACIÓN ANUAL, %)



- Los sectores en el cuadrante I han salido del bache de crecimiento producto del choque y se aceleran frente al 2018.
- Los sectores del cuadrante IV se aceleran pero les falta aún recuperarse del bache de crecimiento producto del choque.
- El Gobierno y Servicios Empresariales se desaceleran en 2020, producto de la austeridad necesaria para alcanzar las metas fiscales.

Tamaño de la burbuja corresponde a la diferencia del PIB del sector frente al PIB de 2020. Las burbujas en color se encuentran por encima del PIB.

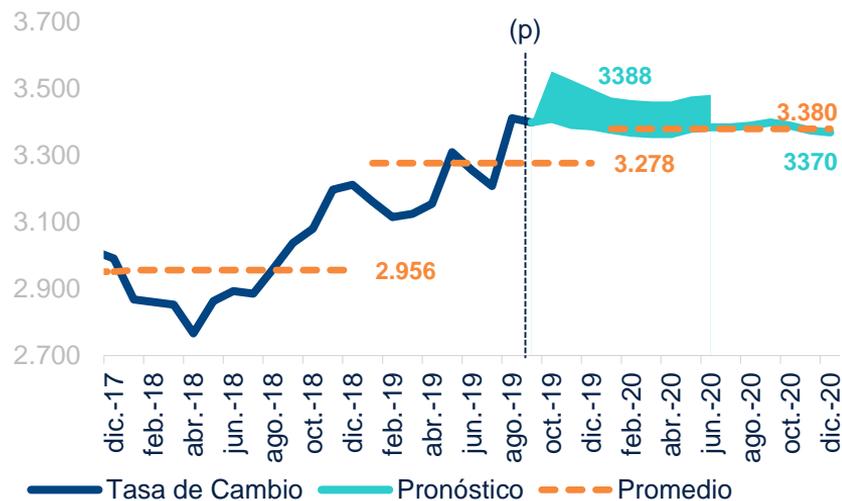
Fuente: BBVA Research con datos del DANE

# 03

La tasa de cambio ha sido el amortiguador frente al difícil escenario externo. Puede haber algún efecto aún no manifestado de la fuerte depreciación en la inflación

# La depreciación ha sido generalizada a nivel regional, en promedio el tipo de cambio se depreciará 3,0% en 2020 frente a 2019

## TIPO DE CAMBIO DE COLOMBIA (PESOS POR DÓLAR)



## DEPRECIACIÓN TIPOS DE CAMBIO REGIONALES (%)

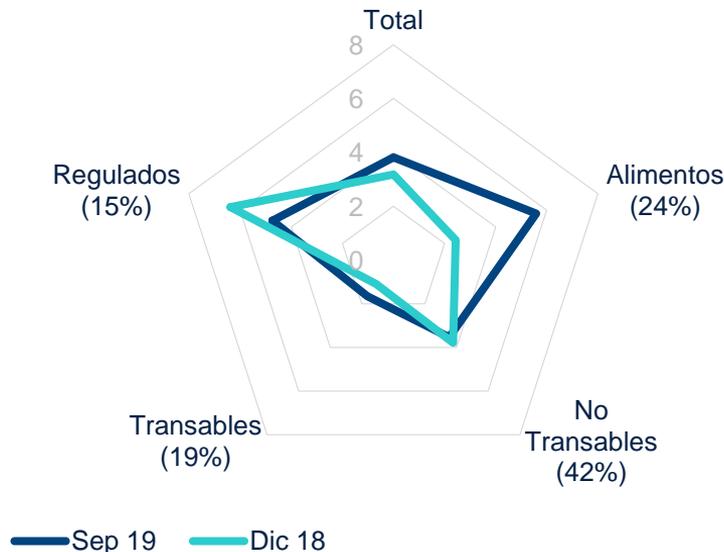


Fuente: Proyecciones y cálculos de BBVA Research con datos del Banco de la República y Bloomberg

El tipo de cambio se ubicaría a final de 2019 en 3.388 pesos por dólar (3.278 en promedio) y para el final de 2020 se ubicaría en 3.370 pesos por dólar (3.380 en promedio).

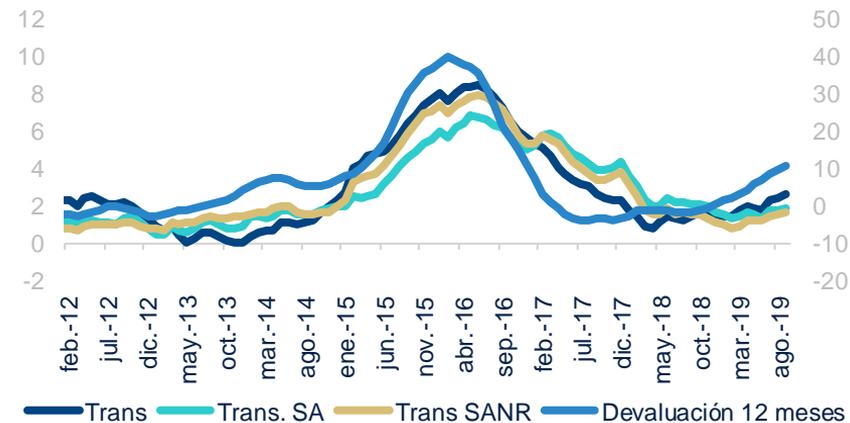
# Sin embargo, el traspaso a la inflación ha sido limitado y el efecto alcista hasta la fecha ha sido más por cuenta de los alimentos

**CAMBIO EN LA INFLACIÓN ENTRE DIC-18 Y SEP-19**  
(VARIACIÓN ANUAL, %)



Trans: transables. SA: sin alimentos. SANR: sin alimentos ni regulados  
Fuente: BBVA Research con datos de DANE y Bloomberg

**TASA DE CAMBIO E INFLACIÓN TRANSABLE**  
(VARIACIÓN ANUAL, %)

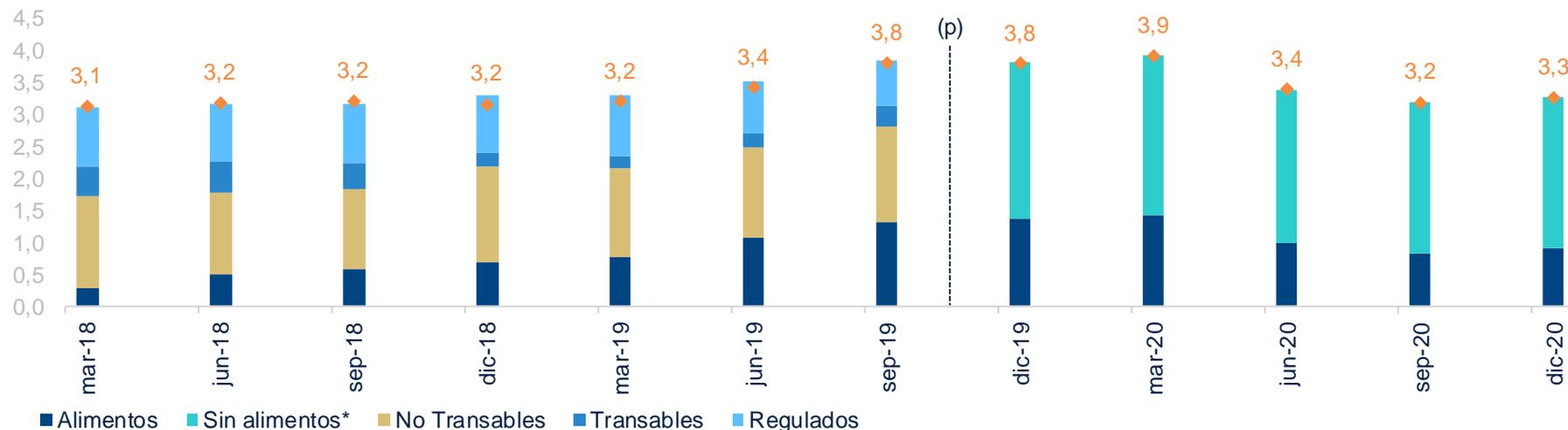


	Valor Actual	Valor Mínimo Reciente	Pb cambio (inf tot)	PT a Inf Total (%)
Trans	2,6	0,8	175 (67)	4,6
Trans SA	1,9	1,3	63 (18)	1,6
Trans SANR	1,7	0,8	85 (22)	2,0
Devaluación	10,6	-4,0	-0,5	

# La inflación continuaría en la parte superior del rango meta hasta el I Trim de 2020, en parte por el *pass-through* del tipo de cambio

## TASA DE INFLACIÓN POR GRUPOS

(VARIACIÓN ANUAL, %)



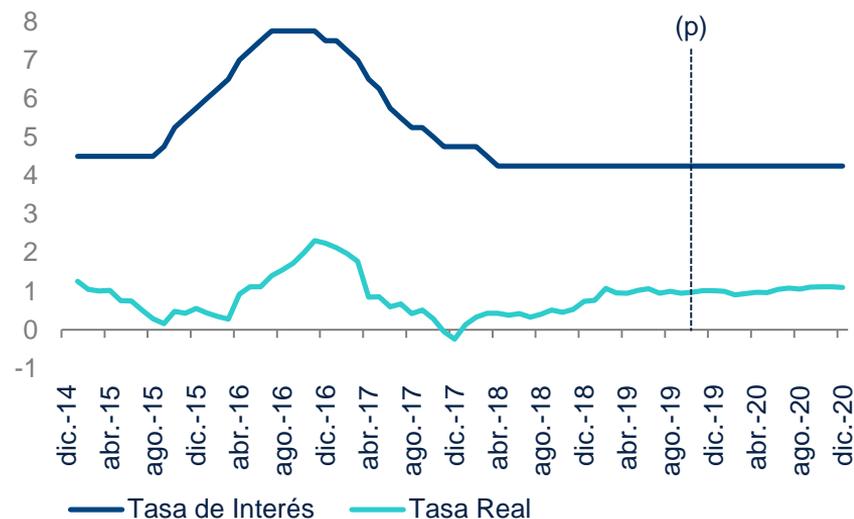
\* Corresponde a la clasificación del Banco de la República

Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos de Banco de la República

La inflación cerraría 2019 en 3,8% y en 2020 en 3,3%, una vez cedan los efectos del alza en precios de alimentos especialmente.

# Tasa de política del Banco Central se mantendría estable acorde con la recuperación lenta que ha presentado la economía colombiana

## TASA DE POLÍTICA DEL BANCO DE LA REPÚBLICA (E.A., %)



## TASAS DE POLÍTICA DE ALGUNOS BANCOS CENTRALES (E.A., %)

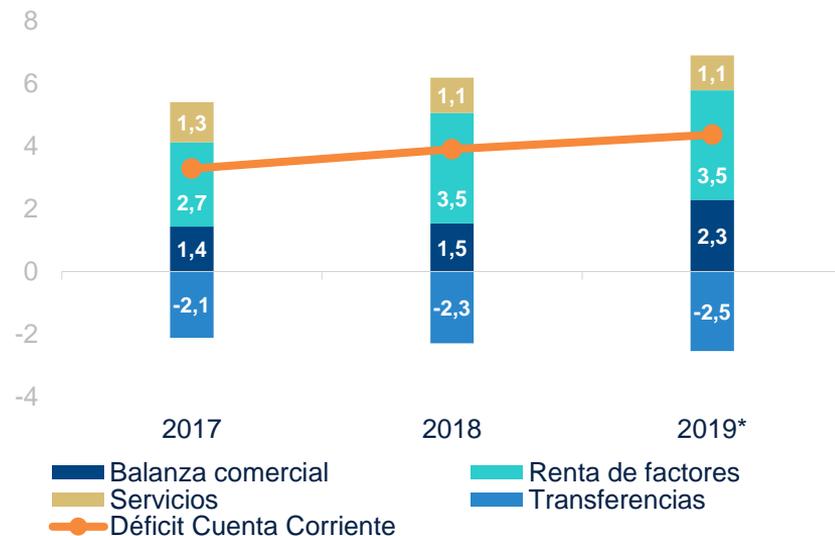
	2018	2019p
Estados Unidos	2.50	1.75 ↓
China	4.35	4.10 ↓
Zona Euro	0.00	0.00 →
Turquía	24.00	15.50 ↓
Japón	-0.10	-0.10 →
India	6.25	5.75 ↓
Hong Kong	2.75	2.00 ↓
Romania	2.50	2.50 →
Argentina	59.25	65.00 ↑
Brasil	6.50	4.75 ↓
Chile	3.50	2.34 ↓
<b>Colombia</b>	<b>4.25</b>	<b>4.25</b> →
México	8.25	7.00 ↓
Paraguay	5.25	4.75 ↓
Perú	2.75	2.50 ↓
Venezuela	6.00	5.00 ↓

Fuente: Proyecciones de BBVA Research con datos de Banco de la República

La estabilidad de la tasa de interés contrasta con la posición de la mayoría de bancos centrales que han reducido sus tasas en el último año, sin embargo las condiciones de inflación, entre otras, lo justifican.

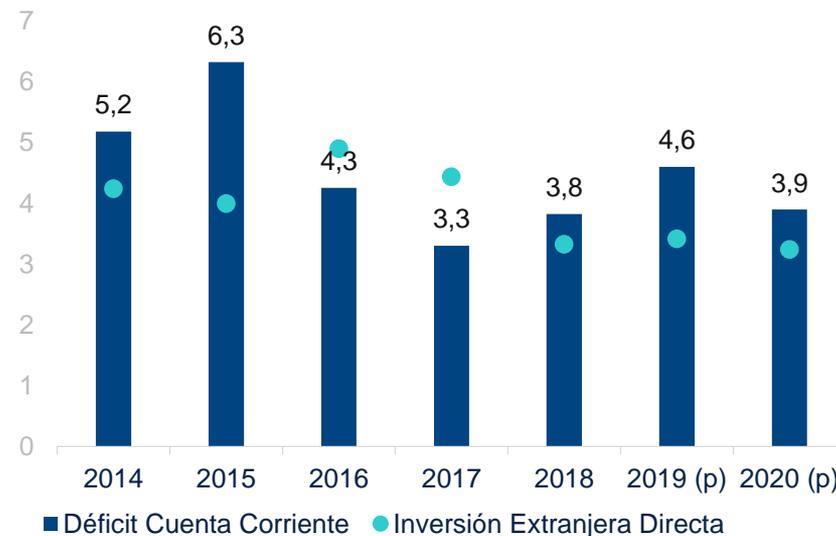
# El déficit en cuenta corriente se ha incrementado producto de una mayor remisión de utilidades y un deterioro en el balance comercial

## COMPONENTES DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE (% DEL PIB)



Fuente: BBVA Research con datos de Banco de la República \* Datos a Junio de 2019

## PREVISIÓN DEL DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE (% DEL PIB)



Si bien se deteriora, sigue siendo financiado mayoritariamente por inversión extranjera directa. El deterioro comercial en un alto grado en el último año ha sido causado por importaciones de bienes de capital.

# Los cambios metodológicos en la forma de calcular el déficit da mayor holgura al Gobierno y le permite lograr el déficit en 2019 sin vender activos y deja el 2020 con un faltante muy marginal

## BALANCE DEL GOBIERNO NACIONAL CENTRAL 2018-2021

(% DEL PIB)

	Escenario del Gobierno			
	2018	2019 (p)	2020 (p)	2021 (p)
<b>Ingresos totales</b>	<b>15,4</b>	<b>16,6</b> ↓	<b>16,5</b>	<b>16,5</b> ↓
Ingresos tributarios	13,9	14,3	14,2	14,3
Ingresos No tributarios	1,5	2,3	2,3	2,3
<b>Gastos totales</b>	<b>18,4</b>	<b>19,0</b> ↓	<b>18,7</b>	<b>18,4</b> ↓
<b>Déficit</b>	<b>-3,1</b>	<b>-2,4</b>	<b>-2,2</b>	<b>-1,8</b>

> Incluye utilidades del Banrep por 0,2% del PIB en 2019 y 0,7% del PIB en 2020, lo que reduce la necesidad de venta de activos.  
 El resto del ajuste se hace vía reducción de gasto.

Estos cambios son:

- No contabilizar parte del gasto dentro del déficit, lo que implica un ajuste contable del gasto.
- Incorporar las utilidades del Banrep a los ingresos no tributarios (recursos de capital). Esto permite cubrir el resto del faltante, que ya es menor por el ajuste del gasto.

# Principales variables macroeconómicas

## TABLA A1. PREVISIONES MACROECONÓMICAS

	2015	2016	2017	2018	2019 (p)	2020 (p)
PIB (% a/a)	3,0	2,1	1,4	2,6	3,0	3,0
Consumo Privado (% a/a)	3,1	1,6	2,1	3,6	4,3	3,8
Consumo Público (% a/a)	4,9	1,8	3,8	5,6	3,8	3,0
Inversión fija (% a/a)	2,8	-2,9	1,9	1,5	2,7	4,0
Inflación (% a/a, fdp)	6,8	5,7	4,1	3,2	3,8	3,3
Inflación (% a/a, promedio)	5,0	7,5	4,3	3,2	3,5	3,5
Tasa de cambio (fdp)	3.149	3.001	2.984	3.250	3.388	3.370
Devaluación (% fdp)	31,6	-4,7	-0,6	8,9	4,2	-0,5
Tasa de cambio (promedio)	2.742	3.055	2.951	2.956	3.278	3.380
Devaluación (% fdp)	37,0	11,4	-3,4	0,2	10,9	3,1
Tasa BanRep (% fdp)	5,75	7,50	4,75	4,25	4,25	4,25
Tasa DTF (% fdp)	5,2	6,9	5,3	4,5	4,5	4,5
Balance Fiscal GNC (% PIB)	-3,0	-4,0	-3,6	-3,1	-2,4	-2,2
Cuenta Corriente (% PIB)	-6,3	-4,3	-3,3	-3,8	-4,6	-3,9
Tasa de desempleo urbano (% fdp)	9,8	9,8	9,8	10,7	11,1	10,4

(p) Previsión.

Fuente: BBVA Research con datos de DANE, Banco de la República y Ministerio de Hacienda

# Principales variables macroeconómicas

## TABLA A2. PREVISIONES MACROECONÓMICAS

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs. USD, fdp)	Tasa BanRep (%, fdp)
T1 16	2,3	8,0	3.022	6,50
T2 16	2,0	8,6	2.916	7,50
T3 16	1,7	7,3	2.880	7,75
T4 16	2,3	5,7	3.001	7,50
T1 17	1,4	4,7	2.880	7,00
T2 17	1,3	4,0	3.038	5,75
T3 17	1,5	4,0	2.937	5,25
T4 17	1,2	4,1	2.984	4,75
T1 18	2,0	3,1	2.780	4,50
T2 18	2,9	3,2	2.931	4,25
T3 18	2,6	3,2	2.972	4,25
T4 18	2,7	3,2	3.250	4,25
T1 19	3,1	3,2	3.175	4,25
T2 19	3,0	3,4	3.206	4,25
T3 19	2,8	3,8	3.462	4,25
T4 19	3,3	3,8	3.388	4,25
T1 20	2,9	3,9	3.365	4,25
T2 20	3,1	3,4	3.385	4,25
T3 20	2,1	3,2	3.400	4,25
T4 20	2,8	3,3	3.370	4,25

(p) Previsión.

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

# 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:

### Economista Jefe

Juana Patricia Téllez  
juana.tellez@bbva.com

María Paula Castañeda  
mariapaula.castaneda@bbva.com

Mauricio Hernández  
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes  
maria.llanes@bbva.com

Alejandro Reyes  
alejandro.reyes.gonzalez@bbva.com

Paulo Mauricio Sánchez  
Paulomauricio.sanchez@bbva.com

Estudiante en práctica  
María Camila González  
mariacamila.gonzalez.romero@bbva.com