

**Situación Colombia**

# Colombia seguirá consolidando su crecimiento en un contexto de fuertes vientos en contra desde el exterior

**Cuarto trimestre 2019**

Los registros de crecimiento económico para el primer semestre del año ubican a Colombia como una de las economías de mejor comportamiento en Latinoamérica y, dicho de paso, en el mundo. Sin embargo, el mejor comportamiento relativo de Colombia se hace más evidente por un deterioro de las condiciones de los países con los que se compara que por cuenta de un crecimiento excepcional de la economía colombiana, alcanzando apenas un 3,0% de crecimiento en el semestre, 40pb por encima del registro de todo el año 2018. Si bien, el “mejor momento” de Colombia se debe principalmente al desacople de los ciclos económicos con otros países de la región, especialmente con aquellos que tienen fuertes lazos con metales comparados con otros, como Colombia, que tienen lazos con hidrocarburos. Estos *commodities* en la última década, si bien tienen una elevada correlación, han mostrado un desfase en el ciclo de entre 12 y 18 meses, con reacción más tardía para el crudo que los metales. Por lo tanto, los números más positivos para Colombia pueden resultar simplemente el reflejo pasajero de este desacople de ciclos y se podría terminar esperando alguna moderación en el gasto interno entre 2019 y 2020.

Por otra parte, el verano que finalizó en el hemisferio norte estuvo enmarcado con fuertes tensiones comerciales entre China y Estados Unidos, por algunos temas geopolíticos de relevancia, como el *brexit* y los ataques a la infraestructura de petróleo saudí, y por algunos alivios monetarios que terminaron siendo juzgados como pocos por los mercados (por ejemplo las reducciones de tasas de la Reserva Federal). Como resultado, se exacerbó nuevamente, como se vivió en el segundo trimestre de este año, la percepción de riesgo, especialmente entre economías emergentes que vieron un marcado deterioro de sus monedas frente al dólar americano.

## **Un entorno global más negativo: tensiones comerciales, incertidumbre política, desaceleración en actividad y efecto refugio hacia activos financieros más seguros**

Durante el mes de agosto, las tensiones entre EE.UU. y China han vuelto a aumentar de manera significativa tras un nuevo incremento bilateral de aranceles y la acusación oficial por parte del gobierno estadounidense — después que el yuan chino alcanzara su nivel más bajo en más de 11 años— de que China manipula su divisa. A pesar de que en las últimas semanas se han reactivado las negociaciones, la incertidumbre se mantiene alta y los datos recientes parecen confirmar que el aumento del proteccionismo y la incertidumbre están detrás de la desaceleración de la actividad global. Se observa una pérdida de dinamismo de las exportaciones, del sector manufacturero y de la inversión. A ello contribuyen otros factores, como la preocupación sobre una salida sin acuerdo de Reino Unido de la Unión Europea, las dudas mencionadas sobre la efectividad y alcance de la política monetaria, el repunte del precio del petróleo tras el ataque a las instalaciones productivas de Arabia Saudita, o las tensiones geopolíticas en otros países.

En términos geográficos, la moderación se hace notar principalmente en China y en la Eurozona, pero también en EE.UU. En el primero, pesan de manera particularmente negativa las tensiones comerciales, que añaden a la desaceleración estructural de su economía. En la Eurozona, las sorpresas negativas recientes en términos de crecimiento están también relacionadas con los temores de una salida sin acuerdo del Reino Unido de la Unión Europea. Por último, en EE.UU., donde la ralentización es más gradual, el crecimiento va convergiendo a su tasa potencial tras el desvanecimiento del impulso fiscal adoptado en el 2018.

Ante la elevada incertidumbre y las señales de moderación, y tomando en cuenta que la inflación sigue siendo en general baja, los bancos centrales han anunciado más medidas de relajación monetaria en los últimos meses. En EE.UU., la Reserva Federal ha recortado los tipos de interés en 50pbs hasta el rango entre 1,75% y 2,0% desde julio. Esta acción propició una escalada de acciones en igual dirección en varios bancos centrales a nivel global. Se destacaron las medidas tomadas en Europa, que propendieron por ampliar la liquidez con rebaja de tasas (10pb) y estímulos adicionales entre otras acciones. En China, además de acciones en la esfera fiscal y de la depreciación del tipo de cambio, se anunció un recorte de 50 bps de los requerimientos de reservas para los bancos y, desde julio hasta septiembre, se redujeron los tipos de interés oficiales desde 4,35% hasta 4,20%.

Si bien hay crecientes dudas sobre la capacidad de la política monetaria en apoyar de manera adicional a la actividad económica, al menos en EE.UU. y en Europa, las medidas recientes han ayudado a mantener las tensiones financieras bajo control. Así, el indicador de volatilidad VIX, por ejemplo, que había aumentado al inicio de agosto tras las tensiones comerciales, se moderó más recientemente. La cautela, sin embargo, se mantiene y la rentabilidad de la deuda soberana sigue en niveles particularmente bajos tanto en Europa como en EE.UU. Si bien el bajo nivel de la rentabilidad estimula la búsqueda de inversiones financieras alternativas, el entorno macroeconómico mantiene la aversión al riesgo relativamente alta, lo que queda reflejado, por ejemplo, en la debilidad reciente de la mayoría de las divisas ante el dólar americano

## **Revisión a la baja del crecimiento global: la incertidumbre seguirá siendo elevada y las políticas contracíclicas no evitarán la ralentización**

Nuestras previsiones económicas están hechas bajo el supuesto clave de que las tensiones entre EE.UU. y China probablemente se mantendrán en el futuro. Un acuerdo comercial parcial entre ambos países, con concesiones mutuas, es el escenario más probable, incluso en el corto plazo, pero los aranceles difícilmente volverán a los niveles en que estaban hace pocos meses y en cualquier caso los conflictos estructurales y tecnológicos seguirán generando turbulencias. Así, lo más probable es que el proteccionismo y la incertidumbre sigan pesando negativamente sobre la actividad global, incluso si se confirman nuestras perspectivas de que la salida de Reino Unido de la Unión Europea no va a generar un choque negativo sobre la economía global -aunque sí puede hacerlo en el Reino Unido y, en mucha menor medida, en algunos países de la zona euro. Sobre los precios del petróleo, y a pesar de que el ataque en septiembre a la industria petrolera en Arabia Saudí haya elevado las tensiones en Oriente Medio, y la prima de riesgo asociada a un evento que se puede repetir, estamos asumiendo que se mantendrán bajo control, descendiendo desde alrededor de 64 dólares por barril en lo que queda de año hasta aproximadamente 57 dólares al cierre de 2020.

Los bancos centrales seguirán manteniendo una política acomodaticia, a pesar de que el margen de acción es cada vez más limitado y de las dudas crecientes sobre la efectividad sus políticas. En concreto, prevemos que en EE.UU. la Reserva Federal recortará los tipos de interés en 25pbs adicionales en octubre y que el BCE disminuirá probablemente los tipos de la facilidad de depósito en -0.10bps hasta -0.60%. Estos niveles de tipos de interés excepcionalmente expansivos se mantendrían por un largo período de tiempo; y el riesgo es que se reduzcan aún más, especialmente en EEUU donde hay algo más de margen.

Con todo ello, revisamos a la baja las perspectivas de crecimiento, tanto para la economía mundial como para EE.UU., China y Europa. El crecimiento global alcanzaría 3,2% en 2019 y 3,1% 2020, significativamente por debajo de lo registrado en los años anteriores y menos de lo anteriormente esperado (3,3% en 2019 y 2020). En EE.UU., tras crecer un 2,9% en 2018, el PIB avanzaría un 2,3% en 2019 y 1,8% en 2020 (0,2pp por debajo de lo anteriormente esperado en ambos años). En China, el ritmo de expansión del PIB se reduciría desde el 6,6% en 2018 hasta el 6,0% en 2019 y el 5,6% en 2020 (se mantiene así la previsión para este año y se ajusta 0,2pp a la baja la previsión para el próximo). Por último, de manera similar, la previsión para el crecimiento en la Eurozona se mantiene en el 1,1% para el 2019, pero se recorta en 0.4pp hasta el 0,8% en 2020.

Así, pese la moderación esperada en todas las tres geografías, las políticas contracíclicas ayudarían a EE.UU. y Europa a evitar una recesión -que, sin embargo, es ahora más probable que hace tres meses- y permitirían a China esquivar los crecientes riesgos y moderarse de manera relativamente suave. No obstante los riesgos sobre la economía mundial están crecientemente sesgados a la baja, principalmente por la posibilidad de que las tensiones comerciales y políticas se eleven aún más.

## **A nivel local, el consumo y la inversión impulsaron la actividad en el primer semestre. Sin embargo cederán en lo que resta de 2019 y 2020, ralentizando el crecimiento de las importaciones**

La economía colombiana creció 3,0% en el primer semestre de 2019, acelerándose frente al 2,6% que se observó en todo el año 2018. Este dinamismo se sustentó en el buen comportamiento de la demanda interna, tanto del consumo de los hogares, que creció 4,5% en el primer semestre, como por el repunte en la inversión, que se aceleró a 4,2% en igual periodo. La demanda externa aportó negativamente al crecimiento, pues si bien las exportaciones alcanzaron un registro de 3,4% en el primer semestre, por encima del PIB, las importaciones crecieron a un mayor ritmo. Para lo que resta del año se espera una moderación de la demanda interna, producto de los efectos que tiene la incertidumbre tributaria sobre las decisiones de inversión y el alto tipo de cambio sobre la capacidad adquisitiva local. Así, el PIB mantendrá un crecimiento similar para lo que resta de 2019, en torno al 3,0% en promedio, pero su composición será con menor consumo privado e inversión, con mayor relevancia del gasto del sector público y una menor contribución negativa de la demanda externa. Para 2020 veremos un nuevo impulso de la inversión, alcanzando nuevamente crecimientos del 4%, pero el consumo privado continuará cediendo hacia cifras por debajo del 4%. Para ese año, las importaciones se desacelerarán y permitirán alcanzar un crecimiento del 3,0% para el año completo pero, nuevamente, con diferente composición: un poco más de inversión y un poco menos de consumo e importaciones.

El consumo de los hogares mostró, en la primera parte de 2019, una importante aceleración pese al deterioro que se viene observando en el mercado laboral. La tasa de desempleo se comportó al alza, especialmente desde finales de 2018, y se dio una destrucción de empleos, que en el último registro para el mes de agosto alcanzó los 562 mil empleos en el último año a nivel nacional y 78 mil empleos perdidos en las 13 ciudades principales en igual periodo. A ello se suman otros indicadores que han presentado una fuerte correlación histórica con el consumo como la confianza de los consumidores de Fedesarrollo. La confianza marcó un deterioro paulatino a lo largo del año, alcanzando en septiembre su nivel más bajo en 2019. El desacople entre los fundamentales tradicionales y el resultado en el consumo podría ser explicado por alguna de estas hipótesis: (1) el mayor gasto en bienes no durables y servicios de la población migrante; (2) un mayor crecimiento del apalancamiento, que el explicado por los fundamentales, para gastos en bienes durables, semi-durables y algunos servicios; (3) un cambio en los registros de ventas con el fenómeno de las superficies de bajo costo; (4) cambio en los patrones de gasto de los hogares; y (5) una mejora en el ingreso de los hogares (observada por parte de las encuestas de

hogares pero no ratificada por las encuestas a los sectores productivos). Aunque no contamos con los datos apropiados ni suficientes para probar alguna de estas hipótesis, la mayoría de ellas permiten subsanar el cisma que se presenta entre los determinantes del gasto de los hogares y el comportamiento del consumo privado. Hacia delante, esperamos que el efecto de una sola vez que tienen los cinco factores anteriores ceda paulatinamente y permita una moderación del gasto de los hogares hacia niveles de 3,8% en 2020 comparados con la expectativa de crecimiento de 4,3% este año.

En el frente de la inversión, el repunte del primer semestre se sustenta en el buen comportamiento de las obras civiles, por avances en las obras de 4G, temas relacionados con minería y por el cierre del ciclo político de los gobiernos regionales. También le apoya la inversión en maquinaria y equipo, motivada por la mayor actividad productiva de la industria y la minería y por los incentivos de la ley de financiamiento de 2018. Este fenómeno ha venido acompañado de un fuerte crecimiento en las importaciones, especialmente las de bienes de capital, con su efecto negativo a corto plazo en el crecimiento del PIB. Hacia delante, el comportamiento de estos dos rubros de la inversión puede deteriorarse. Un observado y esperado tipo de cambio en niveles elevados podría moderar a futuro la inversión en maquinaria y equipo, mientras que el inicio de los gobiernos regionales y locales, a darse en 2020, suele estar asociado a un bajo gasto en obras civiles. Pero, vemos que el sector de la construcción de vivienda, que viene ya varios periodos en terreno negativo, tiene la capacidad de lograr una importante expansión en 2020. Ello en parte por efectos base, pero también porque se comienza a ver que el mercado busca retornar a su equilibrio con una oferta que se ha reducido más allá de la demanda, con lo que se puede esperar una paulatina reducción de los inventarios y un inicio de nuevas obras. Las importaciones, que de la mano de la inversión en maquinaria y equipo crecieron fuerte, van a moderar su desempeño. Sin embargo, también anticipamos un débil comportamiento de nuestras exportaciones por cuenta de un menor crecimiento de nuestros socios comerciales, los bajos precios de los materiales básicos que limitarían su rentabilidad y producción y por la incapacidad de materializar el buen nivel del tipo de cambio en mayor exportaciones de otros bienes, quizás por la incapacidad de sustituir la cadena d valor de productos intermedios importados por soluciones locales.

El crecimiento de la demanda interna por encima del crecimiento del PIB, produjo un deterioro de la cuenta corriente hasta un déficit de 4,3% del PIB en el primer semestre. Este balance fue más deficitario que el alcanzado en 2017, de 3,3% del PIB, luego del ajuste realizado por la economía después de la caída del precio del crudo. En buena parte, la ampliación del déficit se explicó por el aumento de la inversión importada que puede ser entendida como una mayor capacidad de crecimiento a futuro. Sin embargo, y pese a que en 2020, la balanza de la cuenta corriente reducirá su déficit, a los ojos de los inversionistas internacionales es una de las piezas débiles que presenta la economía colombiana en sus balances estructurales y le ha ocasionado ser más sensible en términos cambiarios a los choques internacionales. En efecto, el peso colombiano fue una de las monedas más castigadas a nivel global en el ciclo de aversión al riesgo reciente. Para todo 2019 esperamos un deterioro mayor del déficit, alcanzando el 4,6% del PIB, cifra que debe corregir con la desaceleración de las importaciones en 2020 hasta 3,9% del PIB, nivel aún elevado.

Finalmente, el gasto del Gobierno del primer semestre del año fue relativamente bajo (2,6% anual), asociado a un aplazamiento en el incremento salarial de los empleados públicos que debe corregirse en la siguiente publicación del PIB, a la reducción de las nóminas de las fuerzas militares y a una austeridad activa realizada desde el Ministerio de Hacienda, alcanzando a mantener cerca de 40 billones de pesos en depósitos de la tesorería en el Banco de la República entre junio y agosto. Para la segunda parte del año esperamos un gasto más elevado, alcanzando para el año completo el 3,8% de crecimiento. A pesar de la aceleración del segundo semestre, el año completo se desacelera frente al gasto de 2018 (5,6% anual). Para 2020, creemos que continuará la austeridad fiscal, con un consumo público que crece 3,0% apoyado en buena medida por el inicio de los gobiernos regionales y su menor capacidad de gasto. Esto se traduce en un déficit fiscal para 2019 de 2,4%, cifra menor que la autorizada en la regla fiscal y posteriormente en un déficit fiscal para 2020 de 2,2%, también marginalmente menor

que el requerido en la regla fiscal. Estos números se apoyan en un ejercicio fiscal no ortodoxo con emisión de deuda para pago de gastos específicos y ventas de activos como fuente de ingresos corrientes. Se suma la contabilización de las utilidades del Banco de la República como un recurso de capital y una serie de supuestos relativamente optimistas en términos de crecimiento, especialmente. Esta estrategia se puede convertir en un riesgo relevante que podría terminar en una rebaja de calificación de un escalón por una de las calificadoras aun conservando el grado de inversión. Especialmente si se combina con el amplio déficit en cuenta corriente.

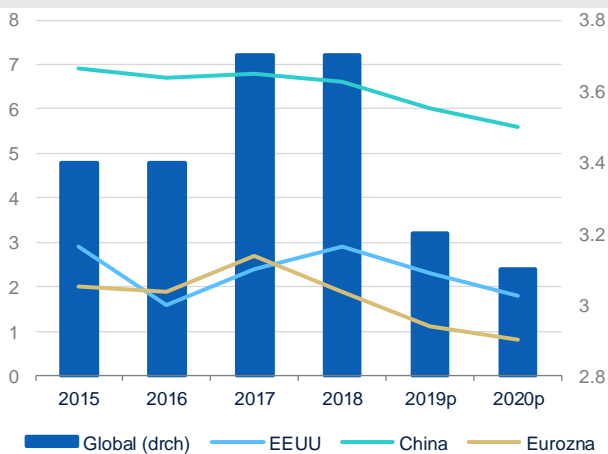
## **En este escenario, la tasa de cambio ha sido el amortiguador de la economía, con efectos aún suaves sobre inflación y sin llevar a acciones de política**

El difícil escenario externo, en conjunto con un amplio déficit en la cuenta corriente, ha creado un ambiente propicio para una fuerte depreciación del tipo de cambio en lo corrido del año, especialmente en los meses de abril y mayo y posteriormente en agosto y septiembre. Incluso, en septiembre alcanzó un nuevo máximo histórico de 3.503 pesos por dólar. Su movimiento en los últimos meses se ha distanciado del comportamiento de los fundamentales que solían gobernarle, como el riesgo país que se encuentra próximo a mínimos o el petróleo que se ubica en USD62 barril Brent en el año, cifras ambas que no justifican el nivel actual del tipo de cambio. A la vez, la deuda colombiana en dólares goza de buen comportamiento, similar al de los propios bonos americanos, y la deuda local, aunque suspendió su tendencia de valorización, mantiene las tasas alcanzadas antes de presentarse el escalamiento de los eventos de riesgo evidenciando ausencia de riesgo crediticio o intrínseco a la economía. Hacia delante esperamos que los mercados locales sigan siendo gobernados por el riesgo global que encuentra réditos en una economía con amplio déficit en la cuenta corriente, incluso a pesar de que este se produzca por importaciones de bienes de capital y se financie en lo corrido del año superavitariamente por la inversión extranjera directa. Así, esperamos un cierre del dólar en torno a los 3.388 pesos por dólar con un promedio para el año completo de 3.278 pesos por dólar. Para 2020, no anticipamos cambios en el panorama de riesgo, con algo más de deterioro del precio del petróleo, pero con un mejor crecimiento local, lo que limita el escenario de depreciación del tipo de cambio, el cual finalizará 2020 en 3.370 con un promedio para todo el año de 3.380 (depreciación promedio de 3,1% frente a 2019). Este nivel del tipo de cambio no lo consideramos la nueva normal, pero si creemos que el proceso de corrección será un poco más lento de lo habitual dado que el contexto externo seguirá estresado en el mediano plazo.

El impacto de la tasa de cambio en la inflación ha sido bajo y todavía se podría esperar un efecto adicional, pues cabe recordar que los diferentes ejercicios de *pass-through* dan cuenta de un rezago de 4 meses en la transmisión. Así, aunque a septiembre se ha observado algún traspaso, este no supera los 160 puntos base sobre la inflación transable total y explicaría unos 50pb en la inflación total por una depreciación doce meses de poco más de 10%, en línea con nuestras estimaciones de *pass-through*. Esperamos que el grupo transable de la inflación se mantenga estresado por unos meses más hasta que la depreciación anual comience a moderarse, hacia finales del año. Dicho esto, el mayor efecto reciente sobre la inflación total ha sido el importante repunte en alimentos. En un comienzo, el impacto estuvo asociado a una reducción significativa de los cultivos para evitar riesgos de un potencial fenómeno de “El Niño” que terminó siendo menos marcado de lo anticipado y publicitado. También fue producto de una demanda importante de comida fuera del hogar y las compras en zonas de frontera. Estos factores llevaron a la inflación de alimentos hasta 5,6% en el mes de septiembre desde niveles inferiores a la meta de 3,0% un año atrás. Se espera que la inflación de alimentos corrija paulatinamente a lo largo de lo que resta del año y comienzos del siguiente para estar con una inflación cercana a la meta a mitad de 2020. Esperamos así una inflación en torno al 3,8% para el cierre de 2019 y en 3,3% para el cierre de 2020.

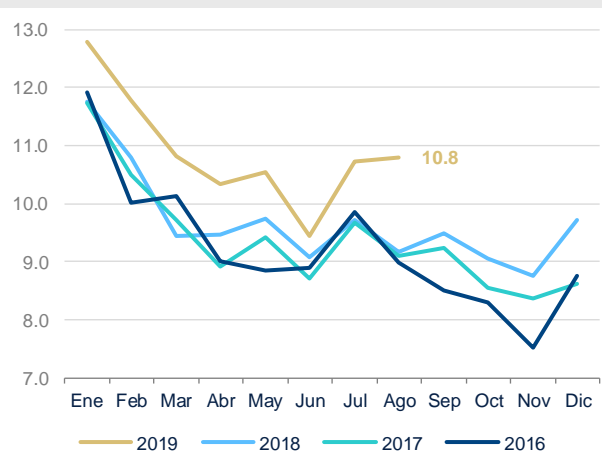
En este contexto, el emisor tendrá un escenario no tan claro al sopesar los siguientes factores: i. el tipo de cambio al alza y en niveles máximos que ha afectado hasta el momento solamente de manera parcial la inflación al consumidor; ii. la inflación en la parte alta del rango meta, en buena parte por un choque de alimentos; iii. el déficit en la cuenta corriente que dificulta el ajuste macroeconómico, iv. una brecha del producto aun en terreno negativo; v. el entorno externo más laxo que permite rebajas de tasas de intervención en diferentes países; y vi. la reducción de las tasas de la Reserva Federal. Por ello, consideramos que el Banco de la República mantendrá tasas estables en su nivel de 4,25% actual. Cabe resaltar que este nivel es expansionista. Tomando en cuenta el nivel de la inflación actual o el esperado dentro de 12 meses se anticipa una tasa real menor al 1,0%. Con todo, es posible que la tasa se quede estable hasta comienzos de 2021, cuando se pueda evaluar un pequeño incremento para llevar la tasa a su nivel neutral.

Gráfico 1. **CRECIMIENTO GLOBAL Y PRINCIPALES PAÍSES (VAR ANUAL, %)**



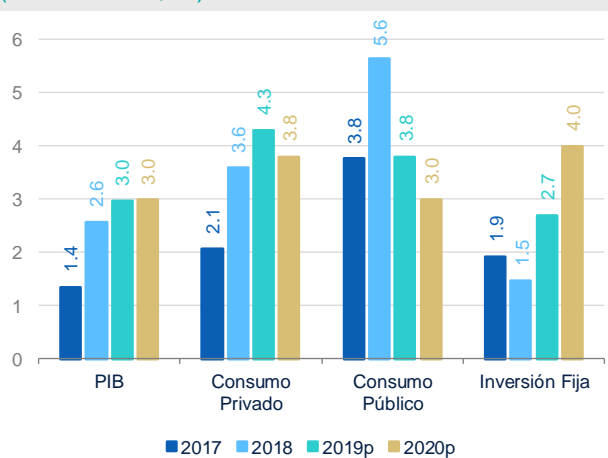
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2. **DESEMPLEO TOTAL NACIONAL (% PEA)**



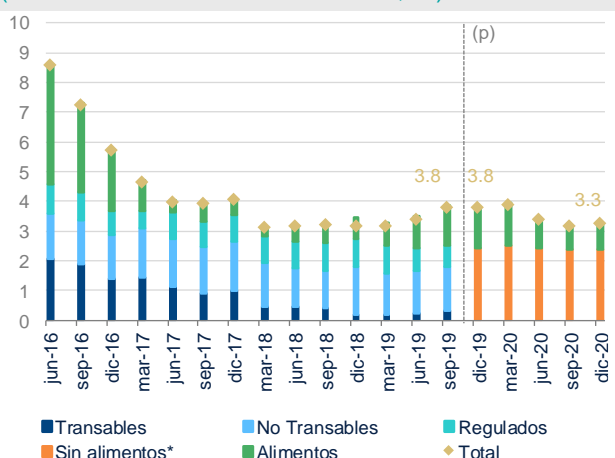
Fuente: BBVA Research con datos DANE

Gráfico 3. **PIB Y DEMANDA INTERNA (VAR ANUAL, %)**



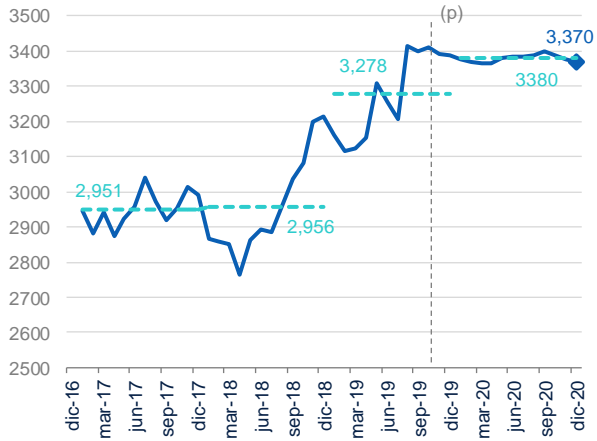
Fuente: BBVA Research con datos DANE

Gráfico 4. **INFLACIÓN Y COMPONENTES (VAR ANUAL Y CONTRIBUCIÓN, %)**



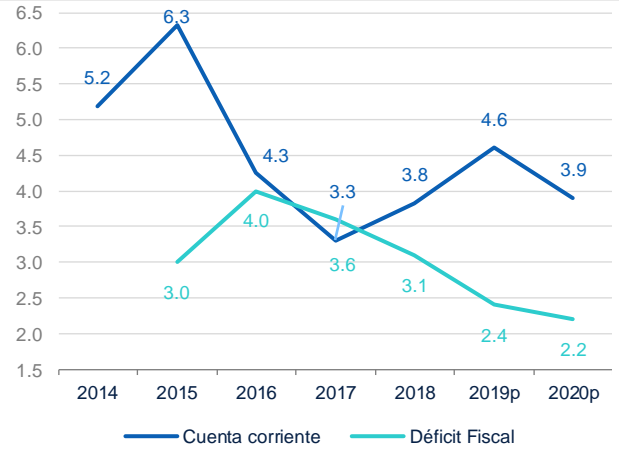
Fuente: BBVA Research con datos DANE

Gráfico 5. **TIPO DE CAMBIO (DATOS MES Y PROMEDIO ANUAL, PESOS Y DÓLAR)**



Fuente: BBVA Research con datos BanRep

Gráfico 6. **DÉFICIT EN CUENTA CORRIENTE  
DÉFICIT FISCAL (% DEL PIB)**



Fuente: BBVA Research con datos BanRep y MinHacienda

## Tablas

 Tabla 1, **PREVISIONES MACROECONÓMICAS DE COLOMBIA**

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

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

 Tabla 2, **PREVISIONES MACROECONÓMICAS TRIMESTRALES**

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tipo de cambio (vs, USD, fdp)	Tasa BanRep (%, fdp)
T1 16	2,3	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

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



## AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

### INTERESADOS DIRIGIRSE A:

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

