

Situación Colombia

4T21



Situación Colombia

Octubre 2021

Mensajes principales

- El PIB de Colombia crecerá 9,2% en 2021, liderado por la demanda interna. En 2022, el PIB crecerá 4,0%, con un mejor desempeño de las exportaciones.
- El consumo, especialmente el privado, viene liderando la recuperación: crecerá 12,2% en 2021 y 4,1% en 2022, con un rebalanceo gradual desde el gasto de bienes hacia los servicios.
- La inversión, a pesar de crecer 13,1% en 2021, no alcanzará a recuperar sus niveles pre-pandemia. El avance de la construcción sigue siendo lento. En 2022 la inversión crecerá 4,5%.
- En 2021, el mejor panorama de la demanda interna presionará al alza el déficit en la cuenta corriente, hasta un nivel de 5,0% del PIB. Para 2022, la moderación de la demanda interna, la reactivación de las exportaciones de servicios y la mayor producción de petróleo ayudarán a moderar el déficit en la cuenta corriente hasta el 4,5% del PIB.
- En lo que resta de 2021 y en 2022 se mantendrán las presiones externas y locales a la inflación. En 2021, la inflación cerrará en 4,9%, presionada por el mayor precio de los alimentos. En 2022, se desacelerará hasta 3,9%. La inflación básica comenzará a acelerarse conforme se consolide la reapertura económica, mientras que las presiones en alimentos cederán en 2022.
- El Banco de la República inició su ciclo alcista de tasas. Esperamos que lleve la tasa de política a su nivel neutral, de 4,5%, a finales de 2022.
- Con el desarrollo del *tapering*, la reducción de la expansión monetaria en Estados Unidos, y el ciclo político colombiano, la tasa de cambio se mantendrá elevada, pero acotada por las monetizaciones que está realizando el gobierno. La tasa de cambio promedio anual se estima en 3.710 en 2021 y en 3.755 en 2022.
- La economía colombiana enfrenta importantes retos y riesgos en los próximos años. Del éxito en su gestión, dependerá en buena medida la capacidad de mejorar el bienestar de la población y la productividad del país.

Los avances en la vacunación siguen fortaleciendo la recuperación de la economía global

El crecimiento mundial seguirá recuperándose de la crisis pandémica, aunque a un ritmo algo más lento de lo previsto anteriormente. En concreto, ahora se espera que la economía mundial crezca un 6,1% en 2021 y un 4,6% en 2022, es decir, 0,2 puntos porcentuales —pp.— y 0,1 pp. menos de lo previsto hace tres meses. La recuperación seguirá estando respaldada por los avances en la vacunación (lo que significa que las próximas oleadas de infecciones tendrán un impacto económico menor) y por las políticas económicas expansivas, al menos en las economías del G3. Sin embargo, algunas perturbaciones negativas de la oferta, como los cuellos de botella en la producción y el aumento de los precios de la energía, que han frenado la actividad económica en los últimos meses, seguirán pesando sobre el crecimiento en los próximos trimestres. En este contexto, esperamos que el PIB crezca un 5,9% este año y un 4,7% el próximo en EE.UU., un 8,0% en 2021 y un 5,2% en 2022 en China y un 5,2% en 2021 y un 4,6% en 2022 en la Zona Euro. En los mercados emergentes, también es probable que la recuperación continúe a un ritmo más lento en el futuro, en un contexto de retraso en la vacunación, un menor margen para el estímulo político en comparación con los países desarrollados y unos precios de las materias primas favorables.

Las perturbaciones de la oferta que están afectando a la actividad también están impulsando la inflación. Se espera que sigan alimentando los precios en lo que queda de 2021 y el primer semestre de 2022. En consonancia con esta opinión, las previsiones de inflación se han revisado ampliamente al alza. Se espera que la inflación del IPC alcance el 5,4% en el 4T21 y el 2,9% en el 4T22 en EE.UU., el 3,5% en el 4T21 y el 1,4% en el 4T22 en la Eurozona, y el 3,1% en el 4T21 y el 2,4% en el 4T22 en China. La disminución de los efectos de los choques de la oferta a partir de mediados de 2022 allanará el camino para presiones de precios menos significativas, pero la inflación seguirá siendo más alta que en la década anterior de cara al futuro.

Los cuellos de botella de la oferta y los precios de la energía se deben a una serie de factores, entre ellos: i) la fuerza relativa de la demanda, principalmente tras la reapertura de la actividad; ii) la rigidez de la oferta, también como consecuencia del impacto de la reciente expansión de la variante Delta; iii) la mayor demanda de bienes en relación con los servicios; iv) las perturbaciones meteorológicas; v) las políticas de transición energética; vi) el proteccionismo; vii) las tensiones geopolíticas. Estos factores podrían seguir limitando la actividad y alimentando la inflación hasta mediados de 2022.

En cuanto a las políticas económicas, en EE.UU. se prevé que la Fed inicie el *tapering* en el 4T21 y anuncie la primera subida de tipos en el 4T22, algo antes de lo previsto, y se espera que la política fiscal siga siendo expansiva a pesar de la incertidumbre sobre el próximo paquete fiscal, que aún se está negociando. En Europa, es probable que el BCE mantenga el tono expansivo durante un largo periodo de tiempo, mientras que el NGEU y otras medidas fiscales apoyarán la recuperación. En China, es probable que se anuncien nuevas medidas monetarias y fiscales para contrarrestar los efectos del endurecimiento de la normativa (que ha generado turbulencias en los mercados financieros e inmobiliarios) y la escasez de oferta. Los mercados emergentes tendrán menos margen para mantener las políticas de estímulo: muchos bancos centrales ya están endureciendo sus políticas monetarias dadas las continuas presiones inflacionistas y la preocupación por la salida de la Fed. En este contexto, el dólar seguirá siendo más fuerte de lo esperado.

El consumo privado determinó la sobresaliente dinámica de la economía en el primer semestre de 2021

En Colombia, el PIB del segundo trimestre creció 17,6% interanual. La baja base estadística impulsó el resultado, pero también se mantuvo la capacidad de recuperación en el margen pese a los problemas logísticos derivados de las protestas. Esto se refleja en que, si bien, el PIB cayó 2,4% inter-trimestral, con resultados negativos en abril y mayo, meses en que se dieron protestas y se establecieron algunos confinamientos sanitarios, la actividad presentó un fuerte repunte en junio, volviendo rápidamente a su senda de expansión.

La demanda interna fue la principal explicación del resultado, con un crecimiento de 23% anual y una contribución de 24,4 pp. a la variación total del PIB. Mientras tanto, la demanda externa aportó negativamente al PIB (-6,8 pp.) por el mejor balance de las importaciones sobre las exportaciones. En la demanda interna, la inversión fija tuvo la mejor dinámica (+32% anual), gracias al impulso de la inversión en maquinaria y equipo (+58,7%) y vivienda (+29,4%). El consumo final creció 21,8% anual, con una aceleración importante del consumo privado (25% anual y +2,2% inter-trimestral) y un destacable resultado del consumo público (9,9%). Este último está impulsado por los gastos en salud pública asociados a las vacunas. Además, entre las 12 grandes ramas de actividad, siete sectores ya sobrepasaron el nivel de producción de antes de la pandemia. Los cinco sectores que aún no lograron superar el nivel pre-pandémico sostuvieron una dinámica sobresaliente.

Los indicadores más recientes siguen reflejando una buena dinámica de la economía

Los datos conocidos en el tercer trimestre muestran que la fortaleza de la actividad económica se mantuvo, todavía impulsada por el consumo privado, pero con un rebote importante de la inversión fija. En el primer caso, la confianza de los consumidores volvió a niveles que no se veían desde antes de la pandemia, mientras que las expectativas sobre el futuro son tan optimistas como las que se presentaban en 2018, un año en que se empezaba a forjar la recuperación económica del país, luego de los menores precios petroleros y el choque inflacionario de 2016. Además, se mantuvieron buenos niveles de ventas de autos y, según nuestros indicadores de seguimiento en tiempo real del consumo, los hogares aumentaron el gasto en bienes y servicios.

En el segundo caso, las importaciones tuvieron un impulso importante desde las compras externas de materias primas y bienes de capital, las cuales se relacionan con una actividad más acelerada en los sectores productivos nacionales. Estos últimos han venido incrementando el ritmo de producción para responder a la demanda creciente (interna y externa) y para la recomposición de los inventarios, pues, durante el primer semestre del año, se redujeron notablemente gracias a una mayor fortaleza de la demanda que de la oferta. La oferta interna estuvo afectada por factores logísticos y por los costos de algunas materias primas con cuellos de botella internacionales.

La mejor situación sanitaria de Colombia también permite una mayor expansión económica

Por otra parte, las olas de contagio que se registraron en la primera parte del año, especialmente en enero y abril, aunque fuertes en términos de saturación del sistema de salud, tuvieron una afectación menor que lo anticipado

en la actividad económica. Las decisiones de política pública más experimentadas y menos generalizadas en las medidas para controlar el virus fueron determinantes en este resultado. Desde entonces, el ritmo de vacunación se aceleró y ha ayudado a mantener bajos niveles de contagio, bajas tasas de positividad en las muestras y una reducción en la hospitalización. Los casos de Covid-19 han disminuido significativamente y se encuentran actualmente en mínimos de 14 meses.

Hoy en día, el 57% de la población cuenta con, al menos, una dosis de vacunas y el 32% de la población tiene el esquema de vacunación completo. Con este logro, se espera que una posible aceleración de los contagios, prevista en noviembre y diciembre por la presencia de las variantes más infecciosas y por la mayor interacción social ante la apertura de nuevos sectores de servicios, tengan unas cifras mucho más reducidas en términos sanitarios, con menor incidencia de la gravedad y con efectos económicos aún menores.

La economía colombiana crecerá más de 9% en 2021 y se moderará a una expansión de 4% en 2022

Los mejores datos económicos, conocidos previamente y esperados, y la estimación de una menor afectación de la pandemia en la economía, llevarán a que el crecimiento de 2021 se ubique en 9,2%, con un protagonismo dominante de la demanda interna. El consumo privado será el principal determinante, pues se expandirá 12,2% y contribuirá con 8,6 pp. al crecimiento del PIB. Luego, con un comportamiento también sobresaliente, pero más influenciado por una baja base estadística de 2020, la inversión fija crecerá 13,1% y contribuirá con 2,5 pp. al PIB.

El consumo privado estuvo impulsado hasta el segundo trimestre por los ahorros retenidos en el período de mayor confinamiento sanitario, asociado a un bajo gasto familiar. Después de esto, la recuperación del mercado laboral, la continua entrada de remesas, los altos precios de las materias primas (especialmente el café) y la aceleración del crédito han sido los principales factores que financiaron la expansión del consumo. Este último, especialmente desde la segunda mitad del año, estuvo impulsado por la recuperación gradual del sector de servicios, que acompañó el ya dinámico gasto que se venía dando, y continúa, en los bienes durables y semidurables.

La inversión fija está siendo impulsada por el gasto en maquinaria y equipo y por la construcción de viviendas de precios medios y bajos. La decisión empresarial de mayor inversión se ha derivado de la recuperación de la demanda, tanto local como externa, y del aumento de la utilización de la capacidad instalada. En este desempeño aún no sobresale la inversión en obras civiles y edificaciones no residenciales, en el primer caso por la baja ejecución pública y, en el segundo, por la elevada oferta de este tipo de edificios en las principales ciudades del país. En cuanto al consumo público, esperamos un crecimiento del 7,4% en 2021, impulsado por el gasto en emergencias sanitarias, como las vacunas y su despliegue, y otros gastos directos.

En 2022, la economía aterrizará gradualmente a niveles más sostenibles en el mediano plazo. El consumo privado crecerá a una tasa de 4,1%. Estará más liderado por el consumo de servicios, que se seguirá fortaleciendo conforme se logra la inmunidad de rebaño, que por el gasto en bienes, que se desacelerará por el cambio en la composición del gasto de los hogares, en favor de la interacción social, y la finalización de los ahorros retenidos.

La inversión fija, por su parte, crecerá 4,5%. Los dos componentes que mostraron fuerza en 2021, maquinaria y vivienda, tendrán una normalización en sus resultados, mientras que el otro componente con bajos resultados en 2021, las obras civiles y los edificios no residenciales, tendrá un repunte moderado. Finalmente, la dinámica de la economía recaerá bastante en el resultado de las exportaciones, las cuales deberán aprovechar la presencia de

altos precios internacionales de las materias primas con aumentos en la producción de petróleo y carbón. Con todo, esperamos que el PIB de 2022 crezca 4,0%.

La inflación empezará a ceder en el segundo semestre de 2022

Al cierre del tercer trimestre de 2021, la inflación se ubicó en 4,51%, acelerándose por séptimo mes consecutivo. Los alimentos, que vienen presionando al alza los precios en la economía, principalmente por las afectaciones logísticas en medio de las protestas previas, vienen moderando su presión alcista, pero se mantienen en niveles altos. Los efectos de los bloqueos de carreteras redujeron la disponibilidad de insumos y ganado, lo que a su vez produjo una reducción de la oferta y un aumento de los precios, sobre todo de las proteínas animales. Además, la depreciación acumulada, el aumento de los precios internacionales y los costes de transporte también produjeron una aceleración de la inflación de los alimentos importados no perecederos.

Al contrario, la inflación sin alimentos se mantuvo baja, en 2,54% anual, y se desaceleró por primera vez en ocho meses, aunque más por un factor específico (relacionado con los descuentos y gratuidades en algunas matrículas universitarias). Mientras que la canasta de bienes transables sostuvo su tendencia al alza, ubicándose en 2,93%, por un mayor traspaso generalizado de la devaluación del tipo de cambio.

En los próximos meses, los alimentos continuarán desacelerándose pero se mantendrán en niveles altos. Al mismo tiempo, seguiremos viendo presiones en los rubros importados, porque el tipo de cambio, los energéticos y los insumos se mantendrán elevados. En la producción nacional, se mantendrán las presiones de la demanda y el crecimiento menos intenso de la oferta interna respecto a la demanda. Sin embargo, la realización de los días sin IVA en el cuarto trimestre de 2021 podría generar un alivio transitorio sobre la inflación, que se devolverá al inicio del próximo año.

Como resultado, la inflación total cerrará en 2021 en 4,9%, mientras que la inflación subyacente aumentará hasta un 2,9%. La inflación total se acelerará en el primer trimestre del próximo año, debido al ajuste estacional de ciertas tarifas que dependen de la inflación del año inmediatamente anterior y del incremento del salario mínimo. Esta inercia de los precios debería llevar a la inflación general a un máximo en febrero del 5,3% y a la inflación subyacente a un máximo en junio del 3,8%. Luego, en el segundo semestre, la presión inflacionaria empezará a ceder conforme la demanda interna se desacelera por el menor consumo de bienes, en favor del gasto en servicios, la oferta logre mejorar sus niveles de producción, el tipo de cambio se aprecie y los cuellos de botella externos empiecen a disiparse. Con esto, en 2022, la inflación total terminará en 3,8% anual y la inflación subyacente en el 3,6%.

El Banco de la República inició un ciclo al alza de la tasa de interés que se prolongará hasta finales de 2022

Las presiones inflacionarias y la fortaleza de la demanda interna, principalmente impulsada por el consumo privado y que ha llevado a una ampliación del déficit externo, determinaron el inicio del ciclo de incrementos de la tasa de política monetaria en septiembre. El primer incremento fue de 25 puntos básicos, de 1,75% a 2,00%, pero los factores subyacentes y la división interna en la Junta del BanRep, con tres miembros (de siete) abogando por un incremento de 50 pb., hacen prever que el ritmo de aumentos de la tasa podría ser mayor en algunas de las próximas reuniones del Banco Central. En efecto, estimamos que la tasa de interés termine este año en 3,00%,

como resultados de dos incrementos de 50 pb. en las dos reuniones de política monetaria que serán decisorias en el cuarto trimestre de 2021. Luego, en 2022, la tasa de interés podría incrementarse otros 150 pb., hasta 4,50%, con un mayor ritmo de aumentos en el primer semestre del año (100pb.), pues la inflación y las presiones externas sobre los precios empiezan a ceder desde entonces. Pese a estos incrementos, la tasa de política monetaria seguirá siendo expansiva para la actividad económica hasta finales de 2022, cuando se ubicará en su nivel neutral.

Colombia requiere elevadas fuentes de financiamiento externo por la presencia de unos déficit gemelos

La fuerte recuperación de la demanda interna, especialmente de los bienes duraderos y semiduraderos y de la inversión en maquinaria y equipo, en su mayoría importados, ha presionado el crecimiento de las importaciones. Al mismo tiempo, las exportaciones, aunque mejorando, jaladas por el crecimiento de los principales socios comerciales, lo han hecho a un ritmo más moderado. Así, la economía reflejó un fuerte deterioro de la balanza comercial, lo cual se unió al mayor envío de utilidades de las empresas extranjeras con presencia en Colombia. En total, se dio una presión al alza sobre el déficit por cuenta corriente, el cual alcanzó el 5,4% del PIB en el primer semestre.

En adelante, las importaciones podrían moderarse, por el cambio del consumo interno de bienes hacia servicios y la desaceleración de la inversión en maquinaria en favor de la construcción. Además, debe haber una recuperación adicional de las exportaciones, tanto de bienes, por la mayor producción interna de combustibles y el mantenimiento de elevados precios internacionales, como de los servicios, por la mayor reactivación del turismo y la vigencia de un tipo de cambio elevado. Así, el déficit de la cuenta corriente debe moderarse hacia 5,0% del PIB en el año completo 2021 y a 4,5% en 2022.

La inversión extranjera directa cubrirá la mayor parte del déficit de la cuenta corriente, pero no logrará ser suficiente y exigirá que la economía consiga otros recursos a través del endeudamiento externo y la entrada de flujos de portafolio. Si bien Colombia mantiene abiertas las líneas internacionales de financiación, la presencia del *tapering* y el incremento de las tasas de interés internacionales le imponen un reto adicional a la balanza de pagos.

Por otra parte, el gobierno nacional logró la aprobación de una reforma fiscal que recaudará un 1,3% del PIB a partir de 2023, lo cual ayudará a mejorar muy lentamente el perfil de la deuda pública durante los siguientes años, la cual se ubica en niveles históricamente altos. También se crearon algunos gastos de forma transitoria para apoyar a los más vulnerables y mejorar el mercado laboral, que se contarán en los gastos del gobierno nacional central, según la reforma aprobada, solamente durante 2021 y 2022 y seguirán presionando al alza el déficit fiscal. No obstante, parece difícil desmontar parte de estos gastos, con lo que es posible que alguna porción de éstos se mantengan más allá de 2022 y continúen determinando un mayor déficit público respecto a las estimaciones del gobierno.

Durante 2021, el déficit fiscal sí podría ser inferior a lo esperado por el gobierno (8,6% del PIB), pues el mayor crecimiento del PIB (el Gobierno espera un 6,0%) ha incrementado el recaudo tributario por encima de las expectativas. Además, el gobierno, como estaba contemplado en sus cuentas, logró cerrar la venta de su participación en ISA a Ecopetrol, dejándole un 1,2% del PIB en ingresos, y se espera gestionar otro 0,6% del PIB de venta de activos en 2022. A pesar de ello, el déficit fiscal se ubicará en torno al 7,0% del PIB el próximo año,

debido a un lento aumento de los ingresos estructurales y una pausada reducción del gasto. A partir de 2023 se espera un ajuste del déficit, desde un 5% del PIB en ese año.

El gobierno ha venido mejorando el perfil del financiamiento, anticipándose a que los mercados globales podrían tener menor capacidad de financiar países emergentes en el futuro. Por una parte, le compró dólares al Banco Central, pagados con una cartera de TES de mediano vencimiento, equivalentes a 0,9% del PIB. Con estas operaciones, el gobierno se aseguró los recursos necesarios para 2021. Adicionalmente, con algunas operaciones de manejo de deuda, redujo los pagos de deuda exigibles en 2022.

El tipo de cambio se mantendrá con presiones al alza, al menos hasta el primer semestre de 2022

El tipo de cambio sigue mostrando una importante volatilidad: en la primera parte del tercer trimestre experimentó una fuerte depreciación, llegando a los 3.950 pesos, y luego se moderó hasta niveles cercanos a los 3.700 pesos. Las monetizaciones públicas del financiamiento externo y las operaciones del Banco Central parecieron ser las causas para la apreciación reciente. Además, la primera de las causas debería mantenerse por un tiempo prolongado, mientras el gobierno siga usando los recursos que mantiene en dólares afuera del país, y podría compensar el efecto alcista del *tapering* sobre el tipo de cambio. Así, el peso cerrará en alrededor de 3.720 en 2021, con un promedio de 3.710 para todo el año. Luego, a principios de 2022, se dará la tradicional afluencia de dólares al país para el pago de impuestos corporativos, que podrían mantener el tipo de cambio bajo. Sin embargo, en el segundo trimestre, como sucedió en las últimas elecciones, es posible que el peso se deprecie transitoriamente, para dar paso a una tendencia de apreciación en la segunda mitad del año. En 2022, el tipo de cambio cerrará en 3.685 pesos, con un promedio para todo el año de 3.755.

A modo de conclusión: Colombia tiene retos importantes a corto y mediano plazo

Para garantizar la continuación de la recuperación económica, Colombia debe seguir avanzando en la consolidación de la vacunación, el logro de la inmunidad de rebaño y la entrada a la nueva normalidad. Para esto, se requiere que se mantengan los esfuerzos en la consecución de los biológicos y la superación de algunos barreras geográficas y culturales que, en algunos momentos, han retrasado el proceso de inoculación.

Posteriormente, la economía debe ser capaz de sostener la dinámica de reactivación. Para esto, es necesario que se mantengan las mejoras del mercado laboral y de las exportaciones. Los esfuerzos del gobierno en generar política pública de apoyo al empleo van en la dirección completa. Sin embargo, se requiere que se profundice la formalización del empleo, pues su calidad y mayores ingresos son un soporte más expedito para impulsar la actividad económica.

A mediano plazo, el país debe seguirse preparando para los nuevos retos laborales y productivos. El comercio y las cadenas de valor globales puede que, de ahora en adelante, tengan cambios en sus relaciones transversales y nacionales. Además, la digitalidad en el mercado laboral se mantendrá. Aunque no en los niveles que se impusieron en los momentos de mayor confinamiento sanitario, sí exigirán la implementación de nuevos modelos de productividad de los trabajadores. Finalmente, las grandes reformas que el país ha intentado hacer en el pasado y no ha logrado (laboral, pensional, de la justicia, entre otras) deberían llevarse a cabo en el futuro

próximo. Sin duda, todas estas reformas y el panorama económico debe derivar en una mayor atención de las demandas sociales y las brechas de género, las cuales se profundizaron por los efectos sobre la pobreza y la desigualdad que tuvo la pandemia.

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.

El contenido de la presente comunicación o mensaje no constituye una recomendación profesional para realizar inversiones en los términos del artículo 2.40.1.1.2 del Decreto 2555 de 2010 o las normas que lo modifiquen, sustituyan o complementen.

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

