

Situación Colombia

Cuarto trimestre 2011
Análisis Económico

- **Crecimiento global se desacelera** con riesgo latentes a la baja.
- **Esperamos crecimiento de 5% y 5,4% en 2011 y 2012** sostenido en el dinamismo de la demanda interna.
- **Aumento reciente de la inflación es transitorio** y esperamos que cierre en 2011 y 2012 en tasas cercanas al 3,4%.
- **Banco central volvería a subir tasas apenas se calme la situación global.**
- **Ante un deterioro mayor de la situación global la economía colombiana crecería menos** y el Banco Central mantendría el impulso monetario.

Índice

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja.....	3
2. Colombia con buenas perspectivas pero no ajena a la incertidumbre global.....	5
3. La política monetaria entre el dinamismo local y la incertidumbre global.....	7
4. Tablas.....	9

Fecha de cierre: 15 de noviembre de 2011

1. Desaceleración mundial y riesgos muy sesgados a la baja

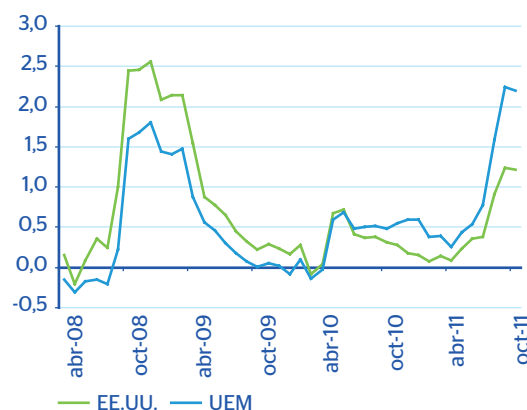
La economía mundial se desacelera y las perspectivas dependen en gran medida de que se resuelva la crisis de la deuda europea. Los riesgos están fuertemente sesgados a la baja

Las perspectivas de la economía mundial han empeorado en los últimos meses, principalmente a causa de cuatro factores que aún ejercen su influencia. En primer lugar, el crecimiento económico ha sido menor de lo esperado, principalmente, pero no solo en las economías desarrolladas (los datos de EE. UU. para la primera mitad del año ya habían sido decepcionantes, lo que provocó que algunos analistas anticipasen una nueva recesión). Pese a que el crecimiento estadounidense aumentó en el tercer trimestre, la actividad económica en Europa, que había aguantado muy bien en los tres primeros meses de año, sigue ahora un claro ritmo de desaceleración. En segundo lugar, la crisis de deuda soberana en Europa se ha intensificado y se ha vuelto más sistémica. Aunque las decisiones adoptadas en la cumbre de octubre van en la buena dirección, todavía quedan elementos clave sin resolver, particularmente en lo concerniente a la potencia real de los mecanismos para garantizar la liquidez soberana (un Fondo Europeo de Estabilidad Financiera, o FEEF, apalancado), la reestructuración de la deuda griega en manos de inversores privados, y una clara «hoja de ruta» para mejorar la gobernanza europea y avanzar hacia la unión fiscal. En tercer lugar, se ha intensificado la retroalimentación entre los temores soberanos y la salud del sistema financiero europeo, y en Europa las tensiones alcanzan niveles en muchos aspectos superiores a los alcanzados tras la caída de Lehman Brothers en octubre de 2008 (Gráfico 1), lo que aumenta el riesgo de un impacto negativo en la actividad económica y alimenta aún más el círculo vicioso real-financiero. Por último, el aumento mundial de la aversión al riesgo ha disparado la volatilidad en los mercados financieros, contagiando a la mayoría de activos de riesgo e incluso a las economías emergentes por primera vez desde 2009.

En este contexto, rebajamos nuestras previsiones de crecimiento mundial para 2011 y 2012 en 0,3 pp con respecto a nuestro último Situación Global, principalmente por el recorte de las expectativas de crecimiento de las economías avanzadas (EE. UU. y Europa, compensadas en parte por Japón), aunque el crecimiento de los mercados emergentes también será algo menor de lo anticipado. Por tanto, la economía mundial crecerá un 3,9% en 2011 y un 4,1% en 2012, apoyada por un crecimiento sólido en los países emergentes frente a un crecimiento discreto en las economías avanzadas (Gráfico 2).

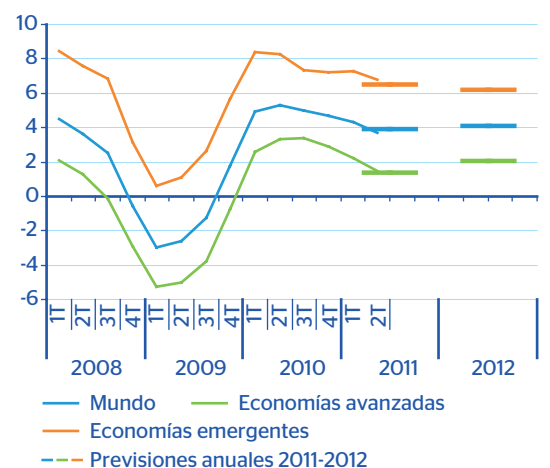
Estas tasas de crecimiento siguen siendo robustas, pero los riesgos están fuertemente sesgados a la baja y a corto plazo dependerán de la evolución de la crisis financiera y soberana en Europa. En particular, se hace necesaria una rápida reducción del estrés financiero en Europa para suavizar el impacto negativo en el crecimiento europeo y el contagio a otras regiones.

Gráfico 1
Índice de tensiones financieras BBVA



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2
Crecimiento del PIB (% interanual)



Fuente: BBVA Research y FMI

Las cumbres europeas de octubre han avanzado en la buena dirección, pero aún quedan elementos clave sin resolver, lo que no contribuye a la reducción del estrés financiero en Europa

En nuestra opinión, las cumbres europeas de octubre debían resolver cinco puntos clave: (i) atajar definitivamente la sostenibilidad de la deuda griega; (ii) crear cortafuegos para la deuda soberana en la UEM; (iii) presionar para que se lleven a cabo más reformas en los países periféricos; (iv) fortalecer el sector bancario; y (v) mejorar la gobernanza de la zona euro. Aunque algunos de los detalles más técnicos siguen en el aire, en las últimas cumbres se han adoptado medidas importantes en la buena dirección, aunque no se resolviesen definitivamente la mayoría de los puntos clave. En primer lugar, se le ha pedido a los tenedores privados de bonos griegos que acepten una quita voluntaria del 50% (mucho más de lo acordado en julio) aunque aún hay dudas sobre la participación en esta operación, e incluso si la participación fuese total, sobre la solvencia de Grecia, muy condicionada a las reformas que debe adoptar el país. En segundo lugar, el FEEF se apalancará como mecanismo asegurador y será complementado por inversores externos (que posiblemente incluyan al FMI, si bien la cumbre del G20 no fue concluyente a este respecto), aunque no es probable que los detalles del funcionamiento del FEEF se finalicen antes de diciembre. Por lo tanto, tendrán que pasar muchas semanas para que podamos determinar su efectividad de cara a los inversores privados, por lo que el BCE tendrá que seguir actuando como «comprador de última instancia» de deuda soberana, pese a las reticencias de los países de Europa central. En tercer lugar, se agradece la mayor presencia de reformas económicas en la agenda de algunos países (sobre todo, de Italia, donde serán supervisadas por el FMI), así como el hecho de que la ayuda del FEEF responderá a la solicitud de los países y será condicional, lo que aumenta las probabilidades de implementación de las reformas económicas. Al mismo tiempo, la recapitalización del sector bancario se está llevando a cabo de forma ineficiente, compensando las moderadas pruebas de resistencia de los balances bancarios, que aplican precios de mercado para las carteras soberanas pero no para los denominados «activos tóxicos», con un aumento sustancial de los requisitos de capital (9% de capital core Tier1). Esto podría provocar un brusco desapalancamiento de los bancos europeos que afectaría negativamente al crédito sin sanear los balances de los bancos de la zona euro. Además, aún no se ha establecido un mecanismo para la provisión de liquidez a largo plazo, pese a que resulta extremadamente importante para que los bancos se puedan financiar. Por último, se ha avanzado en la gobernanza europea pero no existe una hoja de ruta clara hacia la unión fiscal o la emisión de eurobonos, que en nuestra opinión constituye un elemento clave para la credibilidad a largo plazo de la UEM.

Como hemos mencionado en otras ocasiones, las soluciones parciales simplemente ayudarán a prevenir una escalada de las tensiones financieras, pero estas seguirán elevadas, lo que aumenta los riesgos bajistas para la actividad económica en la zona del euro. Los acuerdos siguen sin aclarar si existe la estructura necesaria para prevenir contagios y un posible acontecimiento sistémico derivado de la reestructuración de la deuda griega: un FEEF suficiente que cuente con el BCE como comprador de último recurso y bancos saneados y recapitalizados con acceso a financiación. Sin estas medidas, los mercados seguirán contando con una mayor fatiga ante las reformas en Grecia y ante nuevos rescates en los países centrales de Europa, lo que aumenta la probabilidad de un escenario de riesgo con contracción del crédito y recesión en Europa que tendría consecuencias en todo el mundo¹.

Pese a un mayor crecimiento en el tercer trimestre, continúan la debilidad estructural de EE. UU. y el bloqueo político

El aspecto positivo es que parece que el crecimiento estadounidense se ha acelerado en el tercer trimestre, al menos según las estimaciones preliminares. Aunque este dato no debería llevar a la euforia (el crecimiento en los dos primeros trimestres fue muy bajo y la brecha de producción sigue siendo muy grande) parece haber aplacado el nerviosismo del mercado sobre la posibilidad de una nueva recesión. No obstante, se mantiene la debilidad estructural de la economía estadounidense ya que el nivel de confianza de consumidores y empresas sigue bajo y el mercado inmobiliario podría sufrir más ajustes, lo que se traduce en una menor resistencia

1: Véase el Recuadro 1, «Los canales de contagio mundial en caso de un impago desordenado en Europa», del Situación Global del 3T 2011 para un resumen de los canales de contagio y el impacto mundial de un impago desordenado en Europa.

ante un posible shock procedente de Europa. Además, el bloqueo político podría impedir que se alcance un «gran acuerdo» para (i) prevenir una contracción fiscal no deseada a corto plazo y (ii) promover reformas para una consolidación fiscal creíble a largo plazo.

Las economías emergentes continúan hacia un aterrizaje suave pero se enfrentan a mayores dificultades externas

Las economías emergentes siguen creciendo con fuerza, apoyadas por la resistencia de la demanda interna. Los precios de las materias primas en Latinoamérica y el crecimiento de las exportaciones asiáticas siguen altos, pese a las fuertes correcciones, lo que también apoya las sólidas perspectivas de crecimiento, encaminado hacia un aterrizaje suave que sería bien recibido en algunos países. Para ambas regiones, las turbulencias en Europa y EE.UU. se traducen en fuertes dificultades en los mercados financieros, reflejadas en el aumento de la volatilidad del mercado, la depreciación de los tipos de cambio y una reducción de las entradas de flujos de capital. Sin embargo, muchos países aún cuentan con un considerable colchón (finanzas públicas más sólidas y mejor gestión macroeconómica que en el pasado) y se encuentran en una buena situación para introducir políticas de estímulo que contrarresten una demanda externa debilitada. En general, un entorno exterior más negativo ha cambiado el foco en los países emergentes del sobrecalentamiento a los riesgos bajistas y, cada vez más, a la posible necesidad de políticas de apoyo.

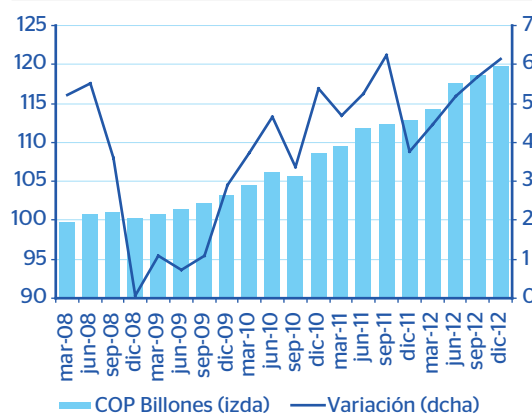
2. Colombia con buenas perspectivas pero no ajena a la incertidumbre global

La demanda interna continua liderando el crecimiento con sorpresas positivas en la inversión no residencial

En el primer semestre de 2011 la economía colombiana creció 5,0% anual, tasa que fue sustentada de nuevo por la fuerte expansión de la demanda privada. En este componente sobresalió el crecimiento de 32,6% anual de la inversión no residencial. Asimismo, el consumo de los hogares, creció 6,2% anual en el semestre. Por el contrario, la baja ejecución del gasto del Gobierno y el elevado dinamismo de las importaciones determinaron una contribución negativa al crecimiento tanto de la inversión pública como de la demanda externa neta.

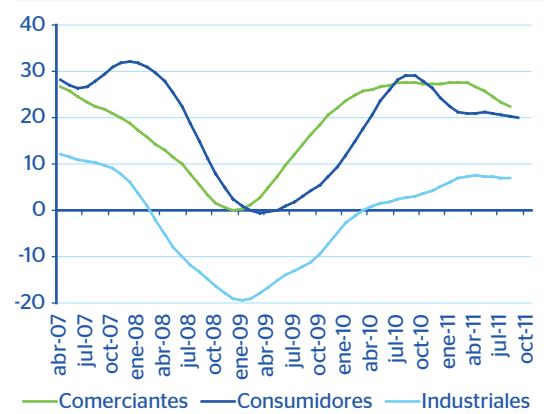
Los indicadores disponibles para el segundo semestre de 2011 continúan mostrando dinamismo de la demanda privada. En particular, se destacan los resultados en la confianza de los hogares y las empresas. El optimismo industrial se relaciona directamente con el resultado de las exportaciones manufactureras, las cuales en lo corrido del año hasta septiembre crecieron 26,3% anual, acelerando su expansión en el tercer trimestre al lograr una sorprendente tasa de 35,7% anual.

Gráfico 3
Producto interno bruto (variación intertrimestral, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 4
Confianza del consumidor, los comerciantes y de los industriales (balance)



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

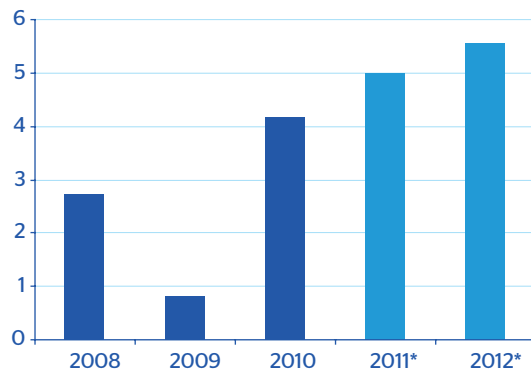
Mejoras en indicadores labores favorecen la demanda interna

El mercado laboral ha presentado un comportamiento muy positivo durante los últimos meses, alcanzando anticipadamente en septiembre (9,7% Nacional, 10,2% urbana) la meta gubernamental para fin de año de un dígito de tasa de desempleo nacional. Desempeño que se ha dado con tasas de participación históricamente altas, siendo las de septiembre las mayores observadas desde el 2001 (de 57,7% nacional y 60,7% urbano). Los principales impulsores del crecimiento del empleo urbano han sido los servicios comunales, el comercio y la industria dando indicios de la creación de empleo de buena calidad. Dadas las buenas perspectivas de la economía y los factores estacionales es de esperar que la tasa de desempleo urbano se ubique en 10% a final de 2011 y se mantenga en estos ratios al finalizar el 2012.

Esperamos que la economía crezca 5% en 2011

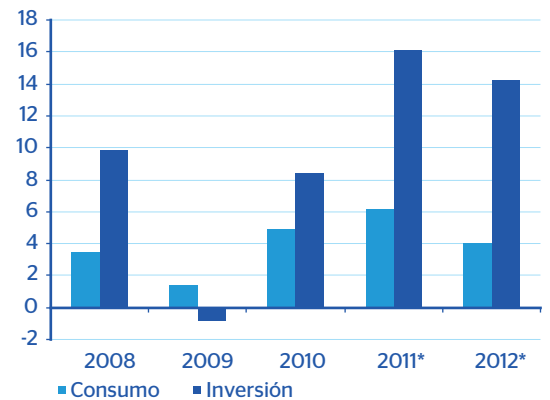
El balance de estos indicadores permite prever un crecimiento en el segundo semestre de 2011 similar al registrado en la primera parte del año, con alguna desaceleración hacia fines de año. En suma, BBVA Research estima que en 2011 la economía crecerá a una tasa de 5% anual.

Gráfico 5
Producto interno bruto (variación anual, %)



* Proyección
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6
Consumo e inversión (variación anual, %)



* Proyección
Fuente: DANE y BBVA Research

La economía crecerá 5,4% en 2012 gracias a la reactivación de la inversión pública

Para 2012 se espera que la economía se mantenga ligeramente por encima de su tasa potencial de crecimiento expandiéndose al 5,4% anual, en un entorno de bajo crecimiento global y, en particular, de pobre desempeño de Estados Unidos y la zona Euro.

Mientras esperamos un ajuste ordenado de la demanda interna en respuesta al retiro gradual del estímulo monetario, esta desaceleración de la demanda privada va a ser compensada parcialmente por un mejor comportamiento de las obras civiles que hacia mediados de año deberían estar ganando dinamismo aprovechando la nueva institucionalidad que ha estado diseñando el Gobierno del Presidente Santos. Sin embargo, la contribución de la demanda externa neta será mayor, en la medida que maduran proyectos de inversión minero-energéticas y desaceleran las importaciones en respuesta a la menor expansión de la demanda interna.

El dinamismo de la demanda interna en 2012, aunque menor que el observado en 2011, y la fortaleza relativa del peso mantendrá las presiones sobre la cuenta corriente y por tanto la vulnerabilidad externa de la economía ante la incertidumbre global.

Ante un deterioro mayor de la situación global la economía colombiana crecería menos

Nuestra previsión no está exenta de riesgos a la baja que están acompasados a los globales que ya mencionamos antes. Un deterioro adicional de las condiciones externas podría retrasar la recuperación, aún débil, de las exportaciones industriales y recortar los ingresos por minería e

hidrocarburos. Sin embargo, la mayor resistencia que se comprobó en la crisis de 2008-2009 y la anticipada menor vulnerabilidad de la confianza interna de hogares y empresas, determinaría un ajuste moderado de la demanda doméstica ante un nuevo choque. En este escenario, Colombia continuará creciendo, pero a tasas menores que el escenario que describíamos antes pero superiores a las de 2009 y enfrentará aumentos en el déficit de cuenta corriente y devaluación del tipo de cambio superiores a los observados en 2008-2009.

Ante un nuevo choque con estas características, el Banco de la República tiene menor margen que en el episodio anterior en cuanto a tasas de interés, ya que las mismas son aún bajas en términos reales y sería necesario un ajuste adicional de la política fiscal que ayude a controlar el déficit en la cuenta corriente y que le permita a la política monetaria efectuar tareas contracíclicas. Tampoco se plantean riesgos de financiamiento de la cuenta corriente, pues las perspectivas de largo plazo del sector de hidrocarburos y minería han comprobado prevalecer sobre las condiciones cíclicas de la economía, con lo cual se espera se mantengan niveles elevados de inversión extranjera directa.

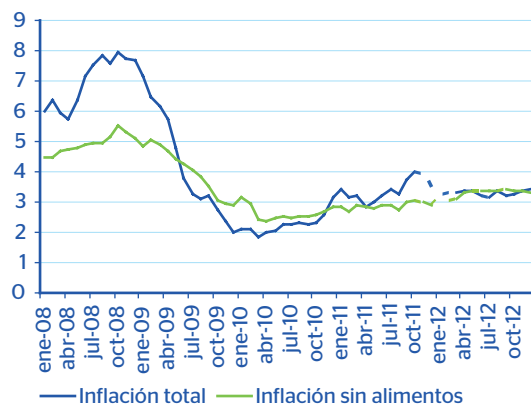
Un elemento adicional para el análisis del balance de riesgos es el comportamiento de la calidad de la cartera de crédito. Un escenario en el cual la demanda interna crece, pero más lento, al mismo tiempo que se deterioren las condiciones externas para los sectores transables, puede generar un mayor desempleo. En este contexto el sector financiero tendría que reforzar sus controles crediticios para evitar que la cartera se deteriore rápidamente como lo está haciendo según reportes recientes del Superintendencia Financiera.

3. La política monetaria entre el dinamismo local y la incertidumbre global

Inflación en el techo del rango meta pero repunte será temporal

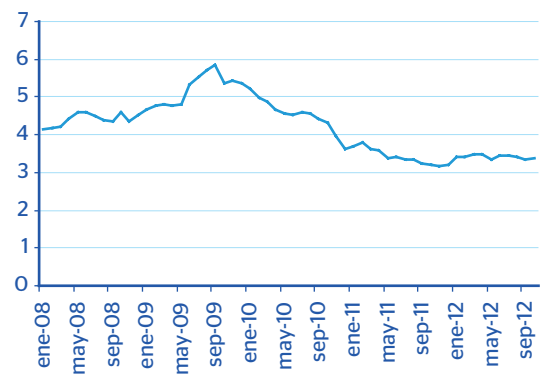
En el tercer trimestre del año y lo corrido del cuarto, la inflación sorprendió ligeramente al alza afectando las expectativas, las cuales aumentaron en el último mes sin desviarse del rango meta. En octubre, la inflación se ubicó en 4,0% anual, el límite superior del rango meta, impulsada por el incremento en los precios de los alimentos. A su vez, los principales indicadores de inflación básica aumentaron ubicándose cerca del punto medio de rango meta. Este dato de octubre no compromete el cumplimiento de la meta al finalizar el año, cuando esperamos que la inflación descienda a 3,4%, siempre y cuando las variaciones de precios en noviembre y diciembre sean menores que las observadas un año atrás, algo que parece razonable dado el impacto del fenómeno climático de la Niña sobre los alimentos a finales de 2010.

Gráfico 7
Inflación mensual total y básica (variación anual, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 8
Expectativas de inflación a 12 meses (variación anual, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

En 2012 inflación se mantendrá estable y acorde con la meta de inflación

Para 2012 proyectamos que la inflación cerraría el año en 3,4%. Esta previsión es consistente con un escenario de incremento moderado en los precios internacionales de productos básicos, principalmente de petróleo. Sin embargo, el desempeño de la inflación estará sujeto a las presiones asociadas a la demanda, las cuales, de mantenerse el dinamismo actual, ejercerían efectos relevantes sobre los precios de los bienes y servicios no transables así como en algunos transables. Esperamos que el Banco de la República realice aumentos adicionales de la tasas de intervención que permitan moderar las presiones de capacidad y mantener ancladas las expectativas inflacionarias, de manera que la inflación no sobrepase la meta de largo plazo a pesar del sostenido crecimiento económico.

Nuestras previsiones consistentes con una moderada apreciación del peso colombiano a lo largo del próximo año, lo cual continuará apoyando el buen desempeño de la inflación. En efecto, si bien la volatilidad reciente y los factores de incertidumbre global llevaron a revisar al alza nuestro pronóstico de tipo de cambio para diciembre de 2011 de \$1830 a \$1880 (\$1830 promedio del año). Creemos que en 2012 estas depreciaciones se revertirán, llevando al tipo de cambio promedio en 2012 a \$1810, debido principalmente a los flujos de inversión extranjera directa y las perspectivas positivas acerca de la producción del sector minero-energético y del desempeño general de la economía.

Sin embargo, en la medida en que el dinamismo de la demanda interna no se modere de manera gradual como suponemos en nuestras previsiones, existe un riesgo de que el aumento reciente de las expectativas de inflación para 2012 se materialice en aumentos adicionales permanentes en la misma.

Banco central volvería a subir tasas apenas se calme la tensión global

En sus más recientes comunicados, el Banco de la República ha dejado claro que la pausa que viene implementando desde el mes de agosto, dejando la tasa de interés estable en 4,5%, responde a la incertidumbre relacionada con el entorno externo y su posible impacto sobre la economía colombiana, mientras que los indicadores de actividad interna continúan apuntando hacia un elevado dinamismo, acompañado de un fuerte crecimiento del crédito y elevados precios de los activos.

De estabilizarse las condiciones financieras globales, esto último podría generar un pronto retorno hacia una política de reducción del estímulo monetario, tal como sugirió la Junta en su última reunión, tras completar tres meses de estabilidad en la tasa de intervención. En particular, esta postura aumenta la probabilidad de incrementos adicionales en la tasa de interés antes de finalizar el año, sustentando nuestra expectativa de un aumento de 25pb en el cuarto trimestre del año, que llevaría la tasa de interés a finalizar 2011 en 4,75%.

En 2012 el Banco de la República continuaría implementando una política de retiro gradual del estímulo monetario elevando la tasa de referencia a 5,5% a finales de 2012. Consideramos que este nivel de tasa de interés es cercano a su nivel neutral y permitiría moderar las presiones de capacidad asociadas al fortalecimiento de la demanda. A su vez, la rápida y efectiva transmisión de los movimientos en la tasa de intervención a las tasas del mercado y la credibilidad de la política monetaria implícita en las expectativas de inflación, evitarían ajustes más fuertes de política monetaria. En un escenario de deterioro de las condiciones internacionales no es descartable medidas heterodoxas que permitan reducir el dinamismo de la cartera sin aumentar la tasa de intervención.

En materia cambiaria, a finales de septiembre, y en medio de la elevada volatilidad en los mercados internacionales y locales, el Banco de la República decidió no renovar el programa de acumulación de reservas y anunció un mecanismo de control de volatilidad basado en subastas diarias en el mercado spot por un monto de US\$200 millones, el cual se habilitaría cuando la tasa representativa del mercado se desviara +/-2,0% o más de su promedio móvil de orden 10. Sorpresivamente, en la reunión de octubre, la autoridad monetaria decidió reemplazar dicho mecanismo por uno de opciones diarias de volatilidad por el mismo monto, calculado con base en el promedio móvil de orden 20 del tipo de cambio y una desviación de +/- 4,0%. De esta manera, el Banco de la República regresó al mecanismo de opciones utilizado por última vez en 2008, cuando se presentó una elevada volatilidad cambiaria. En esta misma línea, la Superfinanciera decidió recientemente regular el monto en transacciones en moneda extranjera que pueden hacer los fondos de pensiones en respuesta a una vieja discusión sobre el papel

distorsionador de los fondos en el mercado de divisas. Esta medida será efectiva en el control de la volatilidad de la tasa de cambio pero que les quita margen de maniobra en el corto plazo a los administradores de los fondos más grandes para los que los montos son relevantes.

Por último, la liquidez inyectada al mercado a lo largo del año como consecuencia del programa de compras de dólares y la disminución de los depósitos del Gobierno en el Banco de la República, hoy en día en niveles históricamente altos (superiores a \$15 billones), permitirán cubrir la demanda de liquidez de fin de año, sin la utilización de mecanismos adicionales por parte de la autoridad monetaria. Esto último adquiere mayor relevancia en la medida que se espera una aceleración del gasto público durante este último periodo del año, compensando parte del retraso en la ejecución observado en los primeros trimestres.

4. Tablas

Tabla 1
Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	4,3	5,0	5,4
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,4	3,4
Tasa de cambio (vs. USD, fdp)	1926	1880	1820
Tasa REPO (% fdp)	3,00	4,75	5,50
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,4	5,3
Consumo Público (% a/a)	4,6	1,3	2,7
Inversión (% a/a)	8,3	16,1	14,2
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,8	-3,6	-3,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-2,8	-3,6

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

Tabla 2
Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (% fdp)
T1 10	3,7	1,8	1909	3,5
T2 10	4,7	2,2	1926	3,0
T3 10	3,4	2,3	1806	3,0
T4 10	5,4	3,2	1926	3,0
T1 11	4,7	3,2	1884	3,5
T2 11	5,2	3,2	1783	4,3
T3 11	6,3	3,7	1836	4,5
T4 11	3,8	3,4	1880	4,8
T1 12	4,5	3,3	1840	5,0
T2 12	5,2	3,2	1750	5,3
T3 12	5,7	3,2	1750	5,5
T4 12	6,2	3,4	1820	5,5

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

AVISO LEGAL

Este documento, así como los datos, opiniones, estimaciones, previsiones y recomendaciones contenidas en el mismo, han sido elaborados por Banco Bilbao Vizcaya Argentaria, S.A. (en adelante "BBVA"), con la finalidad de proporcionar a sus clientes información general a la fecha de emisión del informe y están sujetas a cambio sin previo aviso. BBVA no asume compromiso alguno de comunicar dichos cambios ni de actualizar el contenido del presente documento.

Ni el presente documento, ni su contenido, constituyen una oferta, invitación o solicitud de compra o suscripción de valores o de otros instrumentos o de realización o cancelación de inversiones, ni pueden servir de base para ningún contrato, compromiso o decisión de ningún tipo.

El inversor que tenga acceso al presente documento debe ser consciente de que los valores, instrumentos o inversiones a que el mismo se refiere pueden no ser adecuados para sus objetivos específicos de inversión, su posición financiera o su perfil de riesgo ya que no han sido tomadas en consideración para la elaboración del presente informe, por lo que debe adoptar sus propias decisiones de inversión teniendo en cuenta dichas circunstancias y procurándose el asesoramiento específico y especializado que pueda ser necesario. El contenido del presente documento se basa en informaciones que se estiman disponibles para el público, obtenidas de fuentes que se consideran fiables, pero dichas informaciones no han sido objeto de verificación independiente por BBVA por lo que no se ofrece ninguna garantía, expresa o implícita, en cuanto a su precisión, integridad o corrección. BBVA no asume responsabilidad alguna por cualquier pérdida, directa o indirecta, que pudiera resultar del uso de este documento o de su contenido. El inversor debe tener en cuenta que la evolución pasada de los valores o instrumentos o los resultados históricos de las inversiones, no garantizan la evolución o resultados futuros.

El precio de los valores o instrumentos o los resultados de las inversiones pueden fluctuar en contra del interés del inversor e incluso suponerle la pérdida de la inversión inicial. Las transacciones en futuros, opciones y valores o instrumentos de alta rentabilidad (high yield securities) pueden implicar grandes riesgos y no son adecuados para todos los inversores. De hecho, en ciertas inversiones, las pérdidas pueden ser superiores a la inversión inicial, siendo necesario en estos casos hacer aportaciones adicionales para cubrir la totalidad de dichas pérdidas. Por ello, con carácter previo a realizar transacciones en estos instrumentos, los inversores deben ser conscientes de su funcionamiento, de los derechos, obligaciones y riesgos que incorporan, así como los propios de los valores subyacentes a los mismos. Podría no existir mercado secundario para dichos instrumentos.

BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA, así como sus respectivos directores o empleados, pueden tener una posición en cualquiera de los valores o instrumentos a los que se refiere el presente documento, directa o indirectamente, o en cualesquiera otros relacionados con los mismos; pueden negociar con dichos valores o instrumentos, por cuenta propia o ajena, proporcionar servicios de asesoramiento u otros servicios al emisor de dichos valores o instrumentos, a empresas relacionadas con los mismos o a sus accionistas, directivos o empleados y pueden tener intereses o llevar a cabo cualesquiera transacciones en dichos valores o instrumentos o inversiones relacionadas con los mismos, con carácter previo o posterior a la publicación del presente informe, en la medida permitida por la ley aplicable.

Los empleados de los departamentos de ventas u otros departamentos de BBVA u otra entidad del Grupo BBVA pueden proporcionar comentarios de mercado, verbalmente o por escrito, o estrategias de inversión a los clientes que reflejen opiniones contrarias a las expresadas en el presente documento; asimismo BBVA o cualquier otra entidad del Grupo BBVA puede adoptar decisiones de inversión por cuenta propia que sean inconsistentes con las recomendaciones contenidas en el presente documento. Ninguna parte de este documento puede ser (i) copiada, fotocopiada o duplicada en ningún modo, forma o medio (ii) redistribuida o (iii) citada, sin el permiso previo por escrito de BBVA. Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a aquellos Países (o personas o entidades de los mismos) en los que su distribución pudiera estar prohibida por la normativa aplicable. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de la jurisdicción relevante.

Este documento será distribuido en el Reino Unido únicamente a (i) personas que cuentan con experiencia profesional en asuntos relativos a las inversiones previstas en el artículo 19(5) de la ley de servicios y mercados financieros de 2000 (promoción financiera) de la orden de 2005, (en su versión enmendada, en lo sucesivo, la "orden") o (ii) entidades de grandes patrimonios sujetas a lo dispuesto en el artículo 49(2)(a) a (d) de la orden o (iii) personas a las que legalmente se les pueda comunicar una invitación o propuesta para realizar una inversión (según el significado del artículo 21 de la ley de servicios y mercados financieros de 2000) (en adelante, todas estas personas serán "personas relevantes"). Este documento está dirigido únicamente a las personas relevantes y las personas que no sean personas relevantes no se deberán basar en el mismo ni actuar de conformidad con él. Las inversiones o actividades de inversión a las que hace referencia este documento sólo están disponibles para personas relevantes y sólo se realizarán con personas relevantes.

Ninguna parte de este informe podrá reproducirse, llevarse o transmitirse a los Estados Unidos de América ni a personas o entidades americanas. El incumplimiento de estas restricciones podrá constituir infracción de la legislación de los Estados Unidos de América.

El sistema retributivo del/los analista/s autor/es del presente informe se basa en una multiplicidad de criterios entre los cuales figuran los ingresos obtenidos en el ejercicio económico por BBVA e, indirectamente, los resultados del Grupo BBVA, incluyendo los generados por la actividad de banca de inversiones, aunque éstos no reciben compensación basada en los ingresos de ninguna transacción específica de banca de inversiones.

BBVA no es miembro de FINRA y no está sujeta a las normas de revelación previstas para sus miembros.

"BBVA está sometido al código de conducta de los Mercados de Valores del Grupo BBVA, el cual incluye, entre otras, normas de conducta establecidas para prevenir y evitar conflictos de interés con respecto a las recomendaciones, incluidas barreras a la información. El Código de Conducta en los Mercados de Valores del Grupo BBVA está disponible para su consulta en la dirección Web siguiente: www.bbva.com / Gobierno Corporativo".

BBVA es un banco, supervisado por el Banco de España y por la Comisión Nacional del Mercado de Valores, e inscrito en el registro del Banco de España con el número 0182.

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:

*Economista Jefe***Juana Téllez**
juana.tellez@bbva.com**María Paola Figueroa**
mariapaola.figueroa@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

Jane Krupskaja García
jane.garcial@bbva.com**Mauricio Hernández**
mauricio.hernandez@bbva.com**María Claudia Llanes**
maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**
julio.suarez@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo
Jorge Sicilia*Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**
alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

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

Asia

Stephen Schwartz
stephen.schwartz@bbva.com.hk
China

India

Sumedh Deorukhkar
deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial
jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente
apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea
hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López
oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero
juan.cubero@bbva.bancomer.com*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
nathaniel.karp@bbvacompass.com*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio
arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com*Áreas Globales:*

Escenarios Económicos

Juan Ruiz
juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés
clara.barrabes@bbva.com*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**
ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera
ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna
Javier.Serna@bbvauk.comTipos de Interés, Divisas y
Materias Primas**Luis Enrique Rodríguez**
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a

BBVA Research Colombia

Carrera 9 No 72-21 Piso 10

Bogotá, Colombia

Tel: 3471600 ext 11448

E-mail: researchcolombia@bbva.com.co