

# Situación Colombia

Primer trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía mundial se desacelera.** Seguirá liderada por las economías emergentes. El crecimiento se recuperará en la segunda mitad de 2012.
- **Saludable inicio de la desaceleración a finales de 2011** permite a la economía entrar en una senda de crecimiento más sostenible y con menos tensiones inflacionarias.
- **Para Colombia esperamos un crecimiento de 5% en 2012** sostenido nuevamente en la demanda interna y con un mayor impulso de la inversión pública.
- **Ciclo de aumento de tasas del Banco Central no está completo** y esperamos nuevos incrementos en la segunda mitad del año.

## Índice

1. Desaceleración global y recesión en Europa.....	3
2. Colombia entra en una senda de expansión más sostenible.....	5
3. Factores locales determinan el curso de acción de la política monetaria.....	9
4. Tablas.....	11

Fecha de cierre: 15 de febrero de 2012

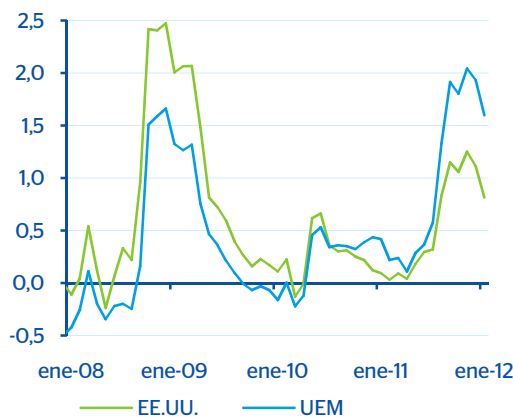
# 1. Desaceleración global y recesión en Europa

La economía mundial se desaceleró al final de 2011, pero rebotará en la segunda mitad de 2012, apoyada en las economías emergentes.

La economía mundial se desaceleró marcadamente en los últimos trimestres de 2011. Esto fue el resultado de un crecimiento más débil en Europa (con un crecimiento negativo ya en el cuarto trimestre) y la desaceleración en las economías emergentes, en torno al 1% trimestral a finales de 2011, su menor tasa de crecimiento desde la crisis de 2008. Sin embargo, los determinantes de esta desaceleración no pueden ser más diferentes en ambas áreas. Europa está empezando a sentir los efectos de unas tensiones financieras persistentemente elevadas desde septiembre (Gráfico 1), dada la falta de avances importantes para resolver su crisis soberana y financiera. Por otro lado, la desaceleración en las economías emergentes, además del ser consecuencia del peor entorno internacional, es en parte resultado de un tono menos acomodaticio de las políticas económicas hasta el primer semestre de 2011, orientadas a evitar el sobrecalentamiento.

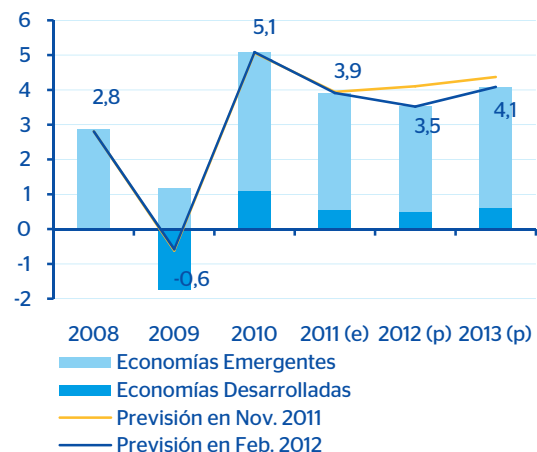
De cara al futuro, esperamos una acción decidida de las autoridades europeas que poco a poco disminuya las tensiones financieras en Europa y también la aversión al riesgo global, condicionando una recuperación global en el segundo semestre de 2012. La mayor contribución a la recuperación, sin embargo vendrá de las economías emergentes, ya que sus tasas de crecimiento recuperarán su diferencial histórico de alrededor de 4 puntos porcentuales con respecto a las de los países desarrollados, al tiempo que sus políticas económicas vayan girando hacia un mayor apoyo al crecimiento. Al mismo tiempo, a pesar de que EE.UU. crecerá menos que en recuperaciones anteriores, se desacoplará de la recesión en Europa en la primera mitad del año. Por todos estos factores, respecto a nuestras previsiones en noviembre, revisamos a la baja el crecimiento mundial en 0.6pp en 2012 y 0.3pp en 2013, hasta 3,5% y 4,1%, respectivamente (Gráfico 2).

Gráfico 1  
Índice BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Crecimiento mundial (%)



Fuente: BBVA Research y FMI

La falta de avances decisivos en la resolución de la crisis europea hace que la zona del euro represente el principal riesgo para las perspectivas mundiales

Incluso con la revisión a la baja de las tasas de crecimiento en Europa y los países emergentes, los riesgos sobre la previsión de crecimiento mundial siguen estando sesgados marcadamente a la baja. Estos riesgos seguirán dependiendo de la evolución de la crisis

financiera y soberana en Europa, que no ha disminuido significativamente y tiene el potencial de profundizar la recesión en marcha y contagiar a otras regiones a través de los vínculos comerciales, exposición financiera y un incremento en la aversión global al riesgo.

Aunque ha habido algunos avances desde octubre, –principalmente la provisión de liquidez a largo plazo por parte del BCE y algunos acuerdos para una mayor disciplina fiscal– es necesario que haya avances más decididos en las tres principales líneas de acción para resolver la crisis en Europa. En primer lugar, en el frente soberano, las preocupaciones sobre la solvencia de Grecia deben ser eliminadas finalizando e implementando el acuerdo con los tenedores privados de bonos. Al mismo tiempo, se deben disponer de los recursos para erigir un cortafuego de tamaño considerable, que lo haga creíble para evitar el contagio a los países con problemas de liquidez. En segundo lugar, deben seguir impulsándose las reformas para aumentar el crecimiento, incluidas las destinadas a la reparación de los balances de las instituciones financieras pero teniendo cuidado de evitar un repentino desapalancamiento y una reducción del crédito al sector privado. Finalmente, son necesarios mayores avances en la gobernanza de la zona euro para fortalecer la unión monetaria, facilitando la implementación de cortafuegos soberanos y estableciendo una hoja de ruta clara para una unión fiscal.

En línea con estos tres puntos, las perspectivas para Europa mejorarían sustancialmente si el pacto fiscal que previsiblemente se acuerde en la cumbre de la UE en marzo es finalmente aprobado a nivel nacional y se implementa rápidamente, junto con las reformas económicas propuestas por los países periféricos para reducir su vulnerabilidad y aumentar su crecimiento a largo plazo.

## El mantenimiento de tensiones financieras elevadas ha empujado a Europa hacia la recesión. La brecha de crecimiento con EEUU se ampliará en los próximos dos años

Las tensiones financieras en Europa siguen en niveles mayores que los observados después de la caída de Lehman Brothers en 2008 (Gráfico 1). Esto, junto con el efecto del ajuste fiscal en los países periféricos, implica una revisión a la baja de nuestras proyecciones de crecimiento en Europa respecto a hace tres meses. Ahora prevemos un crecimiento negativo al menos en el primer semestre de 2012, y del -0,5% para el año en su conjunto, con una recuperación lenta en 2013. Sin embargo, es importante señalar que estas proyecciones dependen de una rápida resolución de la crisis y una notable reducción de las tensiones financieras a partir de la segunda mitad de 2012, para evitar un efecto más agudo sobre el crecimiento. Dentro de Europa, el crecimiento entre el centro y la periferia seguirá mostrando fuertes diferencias, en parte debido al fuerte ajuste fiscal en marcha en ésta última.

Contrario a Europa, el crecimiento en EE.UU. se mostrará resistente en 2012, al igual que en el segundo semestre de 2011. Nuestro pronóstico se mantiene sin cambios respecto a hace 3 meses, con un crecimiento del 2,3% en 2012 y 2,2% en 2013. Sin embargo, esta recuperación será más débil que la observada en las fases post-recesivas previas, y está sujeta a los riesgos que emanan de Europa y el riesgo interno de una alta incertidumbre sobre la política económica, incluyendo un posible fuerte ajuste fiscal en 2013 (como la expiración de exenciones tributarias y recortes automáticos del gasto relacionados con el acuerdo para el techo de la deuda). Además, la debilidad del mercado inmobiliario, las restricciones de crédito y el desapalancamiento en marcha limitará el ritmo de crecimiento del consumo.

## Las economías emergentes avanzan hacia un aterrizaje suave, apoyados en una resistente demanda interna. Las políticas económicas girarán hacia el apoyo al crecimiento

Un aspecto importante de la actual crisis es que la confianza dentro de las economías emergentes ha sido muy resistente, en comparación con la caída de Lehman Brothers en 2008. Uno de los posibles determinantes de esta resistencia es lo sorpresivo de la caída de Lehman (algo ausente en la crisis europea) y la diferente velocidad a la que cada uno de los dos episodios se ha desarrollado (la crisis europea avanza en “cámara lenta”). Esto ha permitido que la demanda interna en las economías emergentes se haya mantenido robusta, aun cuando algunos de los efectos de una mayor aversión global al riesgo se han reflejado en los mercados financieros, a través de menores flujos de entrada de capital, algunas repercusiones negativas en la financiación del comercio internacional, la reducción de precios de los activos y menores tipos de cambio.

La desaceleración en las economías emergentes en 2011 hizo que su diferencial de crecimiento con respecto a las economías avanzadas llegase a cerca de 3 puntos porcentuales a finales de 2011, por debajo de los usuales 4 puntos porcentuales observados desde el comienzo de la década del 2000. Esperamos que la aversión global al riesgo siga siendo elevada, pero vaya disminuyendo lentamente en la segunda mitad de 2012, en línea con la esperada reducción gradual de las tensiones en Europa. Además, las políticas económicas aprovecharán los márgenes de maniobra que se vayan abriendo (como la reducción de las presiones inflacionarias y cierto espacio fiscal) y girarán cada vez más hacia el apoyo al crecimiento, en contraste con el endurecimiento experimentado en la primera parte de 2011. Esto permitirá que la demanda interna continúe apoyando el crecimiento de la región, frente a un entorno exterior aún difícil. En este contexto, esperamos que las economías emergentes recuperen tasas de crecimiento cercanas al 2% trimestral a finales de 2012 (desde el 1% al cierre de 2011), y que crezcan un 6,2% para el año en su conjunto. La principal excepción a este buen desempeño se concentrará en los países emergentes de Europa, que se verán más afectados por sus mayores vínculos comerciales y financieros con la zona del euro.

## 2. Colombia entra en una senda de expansión más sostenible

En 2011 la economía colombiana habría crecido alrededor de 5,5%, fundamentada en el fuerte dinamismo de la demanda privada y el repunte de la inversión pública en el segundo semestre. Este comportamiento estuvo acompañado de una caída significativa en la tasa de desempleo promedio (1,0 puntos porcentuales) y de un incremento en el saldo de la cartera de crédito superior al 20% real al cierre del año.

### Desaceleración saludable de la demanda privada en 2012

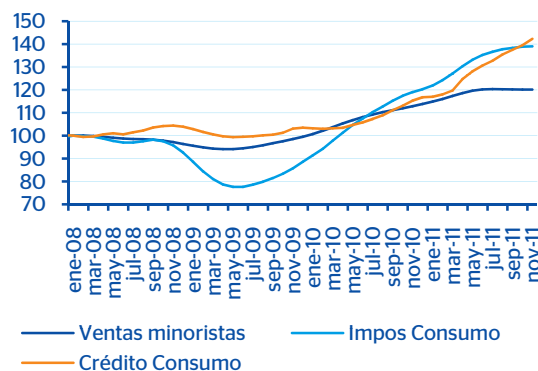
Los indicadores líderes disponibles para el último trimestre del año anticipan una desaceleración saludable de la demanda privada en 2012, más fuerte en el consumo que en la inversión. Esta moderación en el consumo de los hogares se explica por la finalización del ciclo de expansión de los bienes durables, el cual se mantuvo durante 2010 y (la mayor parte de) 2011, y la lenta recuperación de los otros rubros de consumo (Gráfico 3). Por ejemplo, las ventas de automóviles entre noviembre de 2011 y enero de 2012 crecieron sólo 4,4% anual, en comparación con una tasa de 36% anual en el año corrido hasta octubre del año pasado. Asimismo, mientras las importaciones de bienes no durables pasaron de crecer 20% en 2010 a cerca de 30% en 2011, las compras de durables se desaceleraron de 48% a 27% en el mismo período.

## Inversión privada mantendrá el dinamismo reciente y la inversión pública ganará tracción para convertirse en la principal fuente de crecimiento en 2012

Por su parte, para la inversión esperamos poca desaceleración ya que tiene espacio de crecimiento principalmente en los sectores de industria, construcción y transporte. El uso de la capacidad instalada de la industria, sector que mantiene tasas de expansión de alrededor de 5% anual, se ubica por encima de su promedio histórico. Adicionalmente, existe un saldo elevado de licencias de construcción que garantiza una fuerte ejecución de edificaciones privadas en 2012, especialmente en vivienda con cerca de 220 mil unidades. Finalmente, los planes de renovación de los aviones comerciales continuarán durante todo el año, conjuntamente con un amplio espacio de crecimiento en el transporte terrestre de carga especializado en el sector minero.

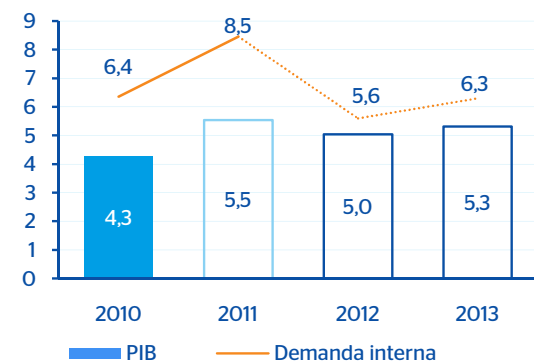
Pero será la inversión en obras civiles la principal fuente de crecimiento en 2012, a juzgar por los planes de infraestructura del Gobierno y el mayor presupuesto de las empresas del sector de hidrocarburos y minería. En efecto, el Gobierno presupuestó COP 6,6 Bn. para gasto en infraestructura en 2012 (vs. COP 4,5 bn. en 2011), lo cual estará acompañado de COP 1 Bn. que tendrán las regiones por concepto de regalías para ejecutar en el mismo rubro. Asimismo, en 2012 el presupuesto de inversiones de Ecopetrol en el territorio nacional se ubica en COP 8,0 Bn. y se esperan flujos externos de empresas mineras con presencia en Colombia por USD 5.700 millones.

Gráfico 3  
Indicadores de consumo



Serie ajustada por estacionalidad, Ene08=100  
Fuente: BBVA Research, DANE y Superfinanciera

Gráfico 4  
Crecimiento del PIB y la demanda interna (en variación interanual, %)



Fuente: BBVA Research y DANE

## Esperamos que la economía crezca 5% en 2012

El crecimiento de la economía colombiana se ubicará en 5% anual en 2012, desacelerándose ligeramente con respecto a la tasa observada el año anterior. La demanda interna crecerá 5,6% anual, impulsada al alza por el comportamiento positivo de la inversión en construcción, la cual compensará en parte la desaceleración de la inversión no residencial. El consumo de los hogares crecerá en línea con el PIB gracias a una recuperación moderada del gasto en servicios, los cuales representan más del 50% del consumo privado (Gráfico 4).

Las exportaciones tendrán un desempeño inferior al registrado en 2011, reduciendo la tasa de incremento de 10% a 6% anual, como consecuencia de la mayor turbulencia global y su efecto sobre la demanda externa. Asimismo, las importaciones desacelerarán su tasa de expansión como resultado de la menor demanda interna por bienes importados, dado que los componentes más dinámicos (obras civiles y edificaciones) no se caracterizan por ser intensivos en importaciones. Estas expectativas implican una contribución negativa de la demanda externa neta al crecimiento de menor magnitud a las observadas en los dos años anteriores, cuando el desempeño del gasto interno muy por encima del PIB generó una fuerte demanda por bienes externos.

El déficit en la cuenta corriente podría ampliarse durante 2012 como resultado de los menores precios del petróleo y el incremento de los envíos de utilidades al exterior por parte de las empresas de capital foráneo con desempeño positivo en 2011. El financiamiento de esta cuenta será cubierto por flujos de inversión de largo plazo, los cuales seguirán estando concentrados en los sectores de hidrocarburos y minería.

## Una mejora en el crecimiento global liderado por los emergentes permitirá que la economía crezca el 5,3% en 2013

En 2013 las mejores condiciones externas permitirán que la economía colombiana continúe en una senda de expansión, con un crecimiento de 5,3% anual (Gráfico 4). Para este año se espera un crecimiento cercano a 9% de las exportaciones, las cuales tendrán un efecto positivo sobre el desempeño de la industria y el transporte que implicará una mayor demanda por inversión en bienes de equipo. Al igual que la demanda interna, en 2013 la inversión completará cuatro años consecutivos con crecimientos superiores al PIB, reflejándose en una tasa de inversión cercana al 31%. Al contrario, el consumo de los hogares estabilizará su participación en la producción total, pues tendrá crecimientos similares al PIB en 2012 y 2013.

## Desaceleración en la demanda privada se traducirá en menor dinamismo de la cartera crediticia

El sector bancario seguirá con un crecimiento sólido, aunque menos dinámico que el de 2011. La cartera total del sistema creció a tasas elevadas en 2011, aprovechando las bajas tasas de interés reales y las condiciones internas favorables. Como respuesta a la desaceleración de la demanda interna y el retiro del estímulo monetario por parte del Banco Central, el crédito total tendrá un crecimiento menor al de 2011, manteniendo sin embargo su senda de crecimiento robusto de largo plazo.

La cartera de consumo fue la más dinámica en 2011, explicada principalmente por un apetito del público por la compra de bienes durables. No obstante, acompañando la desaceleración en la demanda interna, en 2012 estimamos una moderación en la compra de bienes durables y en consecuencia en el crecimiento de la cartera de consumo. La desaceleración en el otorgamiento de permisos de construcción (regresando a sus niveles de largo plazo) nos permite prever una moderación en la dinámica del crédito de vivienda, parcialmente compensada por el impulso que darán los nuevos macroproyectos de construcción de Vivienda de Interés Social (VIS) y las extensas áreas ya licenciadas para viviendas de alto valor. En cuanto a la cartera comercial, si bien se verá afectada por el incremento en las tasas de intervención del Banco Central, tendrá un impulso por la financiación de las obras de infraestructura y la inversión del sector privado para adecuar sus estructuras productivas ante el TLC con los EE.UU.

## 2012 año crucial para reducir el déficit estructural de la nación

El Gobierno nacional continuará con el esfuerzo de reducir el déficit estructural de la nación. La nueva institucionalidad fiscal (regla fiscal y acto legislativo de sostenibilidad fiscal) acompañada por el consenso político de tener unas finanzas públicas estables, permitirán que el Gobierno continúe con su senda decreciente en el déficit fiscal, acorde con su proyección de 2,8% del PIB al finalizar 2012. En este contexto el Gobierno espera incrementar su recaudo tributario en 7,9% frente al ya exitoso incremento del mismo en 2011. Los gastos de inversión continuarán en 2,8% del PIB, motivados por las obras de infraestructura tras los daños presentados con la ola invernal, y el plan de obras del Gobierno Central de adecuación de las vías primarias para afrontar el TLC con los Estados Unidos y el inicio de algunos de los grandes proyectos de infraestructura de vías en la agenda.

A nivel de los Gobiernos territoriales, en 2012 entrará en vigencia el nuevo régimen de regalías que pondrá a prueba la capacidad de un número mucho más amplio de municipios y departamentos por ejecutar de mejor manera los recursos provenientes del sector minero-petrolero. Bajo este escenario, las finanzas públicas del sector público consolidado se ubicarán con un déficit cercano al 1,8%, con una tendencia decreciente para 2013.

## Grandes temas estructurales en la agenda legislativa de 2012

La agenda legislativa de 2012 es ambiciosa y de su avance dependerán grandes temas en el mediano plazo. En materia económica el Gobierno Santos presentará en el primer semestre de 2012 una reforma tributaria, la cual propondría medidas para la simplificación del estatuto tributario y la reducción de la evasión, buscando incrementar el recaudo tributario sin afectar necesariamente las tasas impositivas. Por otro lado, la reforma al sistema de pensiones será presentada en el segundo semestre del año, de la cual se espera que fortalezca el pilar solidario y modifique algunos criterios para acceder a la pensión, buscando igualar los beneficios de los subsistemas de beneficio definido y de contribución definida.

En materia regulatoria se espera la reglamentación de la regla fiscal aprobada en 2011, con la cual se comprenderá de mejor manera el impacto de la nueva normatividad fiscal en estabilizar las finanzas públicas en el mediano plazo. El gobierno también emitirá una serie de decretos y reglamentaciones para enfrentar los retos del tratado de libre comercio con los Estados Unidos y reglamentar la nueva ley de regalías.

## Ante una profundización de la crisis internacional Colombia crecería, pero menos

Una profundización de la crisis externa podría tener un impacto sobre la economía colombiana a través de los menores términos de intercambio y la baja demanda externa por productos manufacturados, generando un retroceso en los avances recientes que ha tenido el país en materia de comercio exterior y diversificación de mercados. En cuanto al efecto sobre la demanda doméstica, las estimaciones de BBVA Research apuntan a un efecto más moderado de la turbulencia global sobre la confianza interna, lo cual explicaría una caída en el PIB de menor proporción a las registradas en crisis anteriores. En efecto, en este escenario la economía crecería 3,2% y 4,0% en 2012 y 2013, respectivamente. Este panorama positivo de la economía se basa además en la fortaleza relativa que mostró Colombia en la crisis de 2008-2009, lo cual estableció un nuevo paradigma sobre los efectos de los choques externos en las decisiones privadas de inversión y consumo. En particular, esto se corrobora por la menor correlación que tienen hoy en día las expectativas de los empresarios y hogares con las variables financieras globales.

En este contexto de recesión de los países desarrollados se espera una ampliación del déficit en la cuenta corriente de mayor magnitud, en promedio, al evidenciado en 2009, debido a la menor caída en las importaciones. Esto implicaría una desacumulación de reservas internacionales para complementar las fuentes externas de financiamiento, las cuales no obstante seguirán siendo elevadas por la caracterización de largo plazo que tienen los flujos de inversión extranjera directa que están ingresando al país.



### 3. Factores locales determinan el curso de acción de la política monetaria

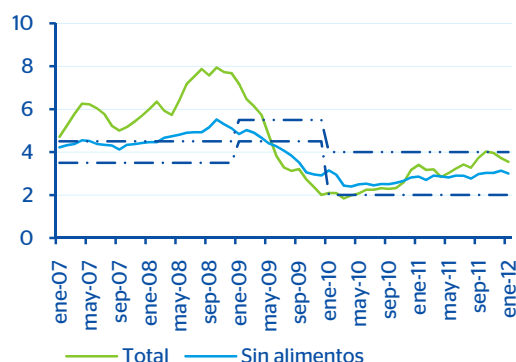
El dato de cierre de la inflación en 2011 (3,7%), evidenció factores que seguirán ejerciendo presiones sobre la dinámica inflacionaria en el corto plazo y mediano plazo (Gráfico 5). De un lado, estimamos que el fuerte dinamismo de la demanda interna habría llevado a un cierre de la brecha del producto en el tercer trimestre de 2011, reflejado en la tendencia al alza de los diferentes indicadores de inflación básica durante 2011. Estas presiones seguirían influyendo en la trayectoria de la inflación en 2012 gracias a la ampliación esperada en la brecha del producto. Asimismo, en un mercado laboral menos holgado, como resultado de la disminución sostenida de la tasa de desempleo, es probable que se registren aumentos más marcados en los costos salariales, a diferencia de 2011, cuando el crecimiento en los salarios se mantuvo en línea con la meta de inflación.

Adicional a lo anterior, esperamos que en el corto plazo la inflación siga presionada por algunos factores de oferta. En alimentos, los efectos rezagados de la temporada invernal se seguirán sintiendo en los primeros meses del año. A ello se suman las presiones en algunos ítems del grupo de regulados, como los servicios de gas y transporte, los cuales presentaron una dinámica de aceleración a finales de 2011. Para el resto del año esperamos una normalización en la inflación de alimentos al finalizar el choque climático de la Niña. Adicionalmente, las presiones de costos deberían moderarse gradualmente por cuenta de la desaceleración en los precios internacionales de las materias primas, en particular de alimentos, y los efectos de la apreciación cambiaria esperada para este año.

#### Inflación se mantendrá elevada hasta el segundo trimestre de 2012

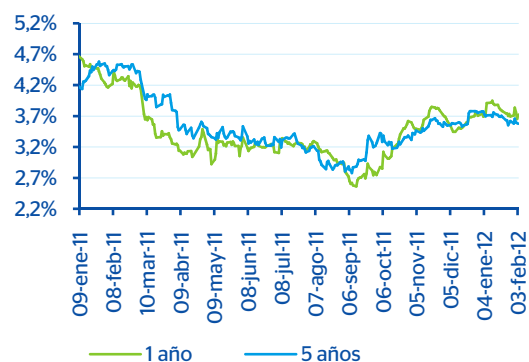
En este contexto, estimamos que la inflación se mantendría elevada hasta el segundo trimestre del año, para moderarse en la segunda parte de 2012 y finalizar en 3,5%. La normalización en curso de los indicadores de actividad, sumado a los efectos de la desaceleración externa, permitiría mantener la inflación básica en línea con el objetivo de inflación del Banco Central.

Gráfico 5  
Inflación total y básica (% a/a)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6  
Expectativas de inflación implícitas en los TES (%)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

A corto plazo, consideramos que el mayor riesgo sobre este pronóstico de inflación es una reacción más adversa de los componentes con mayor indexación al ajuste en el salario mínimo y al deterioro en las expectativas de inflación. Aunque las expectativas de inflación siguen controladas, a partir de septiembre han mostrado un comportamiento al alza, con lo cual actualmente los indicadores a diferentes plazos se ubican entre 3,5% y 4,0%. A mediano plazo, el principal riesgo

sería una situación más recesiva en Europa y una mayor transmisión a los mercados y al comercio global. En este caso, estimamos que el principal efecto sobre la inflación se daría a través de una disminución significativa en los precios de las materias primas, dado que la demanda interna mostraría cierta resistencia comparado con el anterior choque global (Gráfico 6).

## Ciclo de aumento de tasas del Banco Central no está completo y esperamos nuevos incrementos en la segunda mitad del año

En línea con lo esperado y dando prioridad al contexto interno, el Banco de la República inició el año aumentando su tasa de interés de referencia en 25pb al ubicarla en 5,0%. Hacia delante, estimamos que la autoridad monetaria implementará una pausa en el ciclo de ajustes, teniendo en cuenta el deterioro en las perspectivas de crecimiento mundial y los riesgos asociados a un agravamiento de la crisis de deuda en Europa. En la segunda parte del año, en línea con la expansión esperada del producto, estimamos que el banco central aumentará la tasa de referencia en 50pb adicionales, finalizando el año en 5,5%.

## Mayores oportunidades de inversión en el país mantienen presiones para el tipo de cambio

En el aspecto cambiario, luego de una fuerte depreciación en el cuarto trimestre de 2011, en enero el peso colombiano recuperó terreno rápidamente, respondiendo a la continuidad en los flujos de inversión extranjera directa hacia el país y, en general, al mayor apetito global por activos de riesgo, impulsada por sorpresas positivas en los indicadores de actividad en Estados Unidos y el mensaje de pausa prolongada de la Reserva Federal. Estimamos que el tipo de cambio en 2012 se ubicará, en promedio, en \$1797 frente a \$1848 de 2011.

Al igual que en 2011, las reciente renovación del programa de compra diarias de dólares y las acciones de las autoridades monetarias y fiscales señalan una actuación coordinada para disminuir las presiones de apreciación del peso. Entre tanto, la línea de acción del Gobierno seguirá concentrada en impulsar mejoras de competitividad en el sector productivo, a través de las reformas estructurales en curso, y evitar distorsiones del financiamiento público sobre el mercado cambiario, en línea con los anuncios realizados en la reunión de política monetaria de finales de enero sobre el manejo de caja en dólares para 2012.

## 4. Tablas

Tabla 1

## Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	4,3	5,5	5,0	5,3
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,7	3,5	3,6
Tasa de cambio (vs. USD, fdp)	1926	1934	1820	1800
Tasa REPO (% fdp)	3,00	4,75	5,50	6,00
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,6	5,0	5,4
Consumo Público (% a/a)	4,6	2,3	3,0	3,5
Inversión (% a/a)	8,3	15,7	11,9	10,4
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,8	-2,9	-3,1	-2,8
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-2,8	-3,2	-3,4

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 11	4,7	3,2	1884	3,5
T2 11	5,1	3,2	1783	4,3
T3 11	7,7	3,7	1836	4,5
T4 11	4,5	3,7	1934	4,8
T1 12	4,2	3,8	1820	5,0
T2 12	4,6	3,6	1720	5,0
T3 12	4,7	3,5	1720	5,5
T4 12	6,5	3,5	1820	5,5
T1 13	6,3	3,6	1790	5,8
T2 13	5,6	3,6	1700	6,0
T3 13	4,8	3,6	1730	6,0
T4 13	4,6	3,6	1800	6,0

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](http://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

**Mauricio Hernández**

mauricio.hernandez@bbva.com

**María Claudia Llanes**

maria.llanes@bbva.com

**Julio César Suárez**

julio.suarez@bbva.com

Estudiantes en práctica profesional:

**Rafael Ricaurte**

rafael.ricaurte@bbva.com

**Laura Rincón Topía**

laura.rincon2@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

Coordinación Latam

Argentina

**Gloria Sorensen**

gsorensen@bancofrances.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@grupobbva.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.com

Tipos 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: bbvaresearch\_colombia@bbva.com