

# Situación Colombia

Segundo Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **La economía mundial se acelerará gradualmente en 2012** gracias a un mejor crecimiento de Asia mientras Europa experimentará una ligera recesión.
- **Colombia crecerá 5% en 2012** en medio de una saludable desaceleración que le permitirá converger gradualmente a un crecimiento más cercano a su potencial.
- **La inflación se mantendrá estable** tras un buen desempeño en el primer trimestre del año que ha contenido las expectativas.
- **El Banco Central estará atento a los indicadores locales y globales** y ante la normalización de algunas señales de estos últimos se moverá a una postura más neutral.

## Índice

1. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos.....	3
2. Colombia converge a un crecimiento más cercano al potencial.....	6
Recuadro 1. Exportaciones a mercados diversos pero concentradas en pocos productos.....	9
3. La inflación se mantendrá estable, tras un buen desempeño en el primer trimestre.....	11
4. Tasa de referencia al alza en el segundo semestre de 2012 convergerá a una postura más neutral.....	12
5. El peso colombiano continuará apreciándose en los próximos meses.....	14
6. Continúa la actividad reformadora del Gobierno que favorecerá el crecimiento a mediano plazo.....	15
Recuadro 2. Arranque del TLC con Estados Unidos con grandes expectativas .....	17
7. Tablas.....	18

Fecha de cierre: 16 de mayo de 2012

# 1. Recuperación global, pero se reavivan los riesgos

## **El crecimiento global se recuperará gradualmente, con mayores diferencias entre las principales áreas. Pero los riesgos sobre el crecimiento están fuertemente sesgados a la baja**

Después de una desaceleración gradual durante el año 2011, especialmente en el último trimestre, la economía mundial está empezando a mostrar signos de mayor dinamismo. Se espera que el crecimiento mundial en el primer trimestre de 2012 haya sido mayor que en el anterior, teniendo en cuenta un mayor crecimiento en Asia sin China (incluido Japón) y América Latina, además de un sostenido –pero modesto– dinamismo en los Estados Unidos. Se estima que el crecimiento mundial seguirá aumentando y superará el 1% trimestral a finales de 2012 (0,6% en el cuarto trimestre de 2011). Esta recuperación también será muy heterogénea, lo que aumenta la divergencia en las tasas de crecimiento entre las principales áreas económicas. El aumento en el crecimiento en 2012 será más evidente en Asia, dado el repunte después de los desastres naturales en Tailandia y Japón (que afectó a las cadenas de suministro regionales) y la reversión parcial del endurecimiento de las políticas aplicada hasta mediados de 2011. Además, el crecimiento en América Latina también se recuperará, en gran medida por el mayor crecimiento en Brasil de la mano de una política monetaria más acomodaticia, a la vez que México mantiene un crecimiento superior al 3,5% ayudado por la demanda de EE.UU., la mejora de la competitividad y las favorables condiciones de financiación. Por otro lado, EE.UU. continuará sosteniendo tasas de crecimiento trimestral de alrededor del 0,6% en 2012 y 2013, significativamente menor que en recuperaciones anteriores. Sin embargo, esto va a ser mejor que el estancamiento de la actividad en la zona euro en 2012, arrastrada en los países periféricos por una consolidación fiscal agresiva y tensiones financieras persistentemente elevadas, después de que éstas se redujeran temporalmente en el primer trimestre.

Por lo tanto, las economías emergentes recuperarán sus diferenciales de crecimiento de alrededor de 4 puntos porcentuales frente a las economías desarrolladas para el conjunto de 2012 y 2013. A su vez, Europa y EE.UU. también seguirán aumentando sus diferencias de crecimiento en los próximos dos años, aun cuando esperamos que las autoridades europeas sigan tomando acciones decisivas que poco a poco disminuyan las tensiones financieras.

Con todo, nuestras proyecciones de crecimiento no son muy diferentes de las de nuestro anterior Situación Global, publicado en febrero. Esperamos un crecimiento mundial de 3,6% en 2012 y 4% en 2013, con una contribución de alrededor del 80% proveniente de las economías emergentes (Gráfico 1). Pero, como se mencionó antes, este escenario está condicionado a la evolución de la crisis en Europa, y por lo tanto los riesgos para estas previsiones están todavía fuertemente sesgados a la baja.

En este contexto, las políticas monetarias en las economías avanzadas seguirán siendo muy acomodaticias durante un período prolongado, sirviendo de puente para superar la debilidad de la actividad hacia el medio y largo plazo. Sin embargo, la efectividad de su intervención (convencional o no) está disminuyendo, mientras que al mismo tiempo aumentan los costes, incluyendo el riesgo de una menor independencia del banco central y los daños colaterales de las medidas no convencionales. Por lo tanto, es hora de que las autoridades e instituciones en los EE.UU. y Europa releven a los bancos centrales de manera decisiva en su tarea de reavivar el crecimiento, mediante la implementación de reformas económicas e institucionales y la gestión de los riesgos fiscales. Mientras estas medidas entren en vigor, los bancos centrales deben seguir apoyando el adecuado funcionamiento del mecanismo de transmisión monetaria.

Las políticas monetarias acomodaticias en las economías avanzadas continuarán apoyando condiciones de financiación favorables en los países emergentes. Aquí los bancos centrales tendrán que sopesar la presión de los flujos de entrada de capitales y la incertidumbre externa frente a los

riesgos inflacionistas (en parte presionados por los precios del petróleo) y la fuerte demanda interna. La diferencia en las previsiones de inflación en Asia y América Latina – disminución en la primera, pero estable en la segunda– condicionará sendas de tipos oficiales diferentes en ambas áreas. Estimamos que ha llegado el fin del ciclo de relajamiento monetario en gran parte de economías emergentes de Asia (con la notable excepción de China e India), y un cauteloso sesgo restrictivo en la mayor parte de América Latina, excepto en Brasil.

## Ha habido algunos avances para resolver la crisis europea, pero aún faltan pasos importantes. Europa necesita una hoja de ruta clara para salir de la crisis

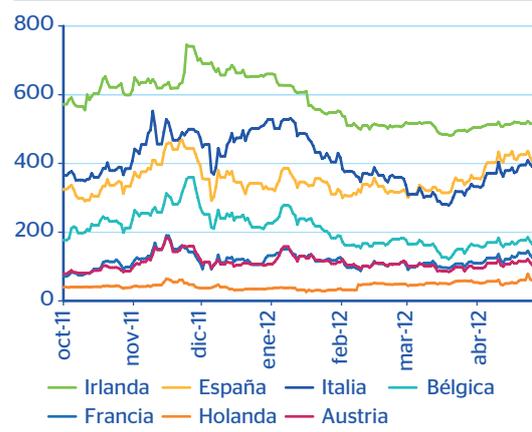
En los últimos meses, ha habido algunos avances hacia la solución de la crisis europea, pero todavía hay muchas cuestiones importantes pendientes. En primer lugar, se ha reestructurado la deuda soberana griega en manos del público, a pesar de lo cual persisten las dudas sobre su sostenibilidad a largo plazo, incluyendo por la fatiga reformadora y una posible recesión más profunda de lo previsto. En segundo lugar, se aprobó una capacidad de nuevos préstamos de 500mm de euros por parte del Mecanismo de Estabilización Europeo (ESM), lo que se añade a los 200mm ya comprometidos por el EFSF. Sin embargo, eso no ha sido suficiente para calmar la preocupación de los mercados, dado que las necesidades de financiación de España e Italia en los próximos 3 años son superiores a esa cifra y a la presunción de que los préstamos del ESM tendrían prelación frente a los actuales tenedores de bonos privados. Además, no está claro qué parte el aumento de los recursos del FMI por 430mm de dólares (aproximadamente 330mm de euros) podría estar dirigida a los países europeos. Además, el tratado fiscal (pendiente de aprobación nacional), compromete a los gobiernos a déficits estructurales no mayores al 0,5% del PIB. Este es un cambio significativo hacia el control de los presupuestos nacionales, pero la posibilidad de desviaciones de la norma en “circunstancias excepcionales” puede presentar el tratado como no lo suficientemente estricto como para justificar una acción más enérgica por parte del BCE o de los países centrales en Europa. Además, no ha habido avances hacia una unión fiscal, o los eurobonos. En definitiva, seguimos sin tener una hoja de ruta clara hacia dónde se dirige Europa.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB mundial (%)



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Prima de riesgo soberano en Europa  
(diferencial del bono a 10 años con Alemania, pb)



Fuente: Datastream y BBVA Research

## El recrudescimiento de la crisis europea representa el principal riesgo global

Sin lugar a dudas, una de las acciones más importantes en los últimos cuatro meses fue la provisión de liquidez a largo plazo por el BCE. Esto permitió, al menos hasta marzo, una reducción significativa en el riesgo de liquidez en los bancos europeos, una tímida apertura de los mercados de financiación mayorista y una compresión de los diferenciales soberanos en los países periféricos (Gráfico 2). Pero estos efectos positivos resultaron temporales, ya que los mercados (i) detectaron cierta complacencia por parte de los políticos a medida que las primas de riesgo se reducían en el primer trimestre de 2012, y (ii) dudaban de la capacidad de muchos países de la periferia para cumplir sus objetivos de déficit y, al mismo tiempo, temían los efectos negativos sobre el crecimiento de alcanzarlos. De este modo, desde marzo, las primas de riesgo se incrementaron rápidamente en Italia y España, en éste último caso hasta niveles similares a los alcanzados durante el periodo de mayor tensión en noviembre (Gráfico 2).

El corto efecto de las inyecciones de liquidez a largo plazo y el dilema entre la consolidación fiscal y restaurar el crecimiento resalta dos conclusiones. En primer lugar, las acciones del BCE sólo pueden salvar el corto plazo, para ganar tiempo mientras se abordan los problemas económicos e institucionales de fondo. Esto quiere decir que no se puede empezar ya a hablar de estrategias de salida para el BCE, pero también implica que deben empujarse las reformas económicas, al mismo tiempo que se reequilibra la demanda en la zona euro, con un estímulo de la misma en los países centrales. En segundo lugar, es necesario revisar los planes de consolidación fiscal de manera coordinada (para no arriesgarse riesgo a ser señalado por los mercados), apuntando a objetivos de déficit estructural –en consonancia con el espíritu del tratado fiscal– y con una trayectoria de ajuste más gradual. A cambio de este mayor gradualismo, los Estados miembros deben elaborar planes de consolidación integrales, explícitos, detallados y plurianuales. De esta manera, unas finanzas públicas saneadas se pueden lograr sin grandes daños sobre el crecimiento en el corto plazo. Al mismo tiempo, esto permitirá cosechar los beneficios de largo plazo de las reformas estructurales que se están implementando en los países periféricos.

En este contexto, todavía vemos un nuevo estallido de la crisis europea como el principal riesgo, con consecuencias potencialmente muy negativas para el crecimiento mundial. El aumento de las tensiones pueden surgir de la fatiga reformadora en los países periféricos, junto con la fatiga de financiar más rescates en los países centrales, en el contexto de procesos electorales –y un referéndum– en muchos países europeos: Francia, Grecia, dos estados de Alemania, Irlanda y los Países Bajos tendrán procesos electorales en el primer semestre de este año.

Los precios actuales del petróleo tendrán sólo un impacto moderado en el crecimiento mundial. Sin embargo, un fuerte repunte adicional de los precios sí representa un riesgo elevado

Una segunda amenaza a la economía global es un nuevo aumento de los precios del petróleo. El reciente repunte a principios de 2012 se debe, en parte, a estrecheces de los fundamentales (oferta y demanda), pero también a un aumento en la prima de riesgo geopolítica a alrededor de 10-15 dólares por barril, dadas las tensiones en torno a Irán y unos amortiguadores del mercado muy reducidos (las existencias de petróleo y la capacidad excedente de producción de la OPEP). En nuestro escenario base, consideramos unos precios de alrededor de 120 dólares por barril de petróleo Brent para gran parte de 2012, alrededor de un 15% más alto que en nuestras previsiones de febrero. En nuestra opinión, esto sólo tendrá un impacto negativo moderado sobre el crecimiento mundial, ya que los bancos centrales de los países avanzados muy probablemente tratarán esto como un shock temporal. Esto, unido a la debilidad del ciclo evitará el endurecimiento de la política monetaria, lo que ha sido uno de los canales tradicionales de transmisión de mayores precios del petróleo a un menor crecimiento. No obstante, si el conflicto se intensifica en el Golfo, podría haber un aumento muy fuerte y brusco en los precios del petróleo, e incluso si los bancos centrales no reaccionan aumentando sus tipos de interés, el crecimiento podría verse dañado por el consiguiente incremento de la aversión global al riesgo. Consideramos que la probabilidad de una escalada en el Golfo es relativamente reducida, pero es un escenario que, de materializarse, tendría un impacto significativo sobre el crecimiento mundial.

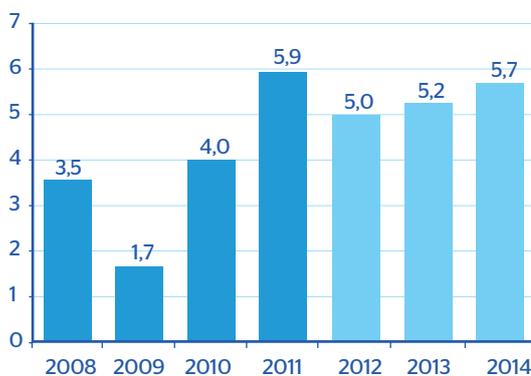
## 2. Colombia converge a un crecimiento más cercano al potencial

En 2011 la economía colombiana creció 5,9% anual. Esta tasa estuvo explicada fundamentalmente por la fuerte expansión de la demanda privada (9,4% anual) y por el repunte de la inversión pública en la segunda parte del año, lo cual determinó una aceleración del ritmo de crecimiento de la economía desde un 5,1% anual en el primer semestre hasta 6,8% anual en la segunda mitad del año (Gráfico 3).

### Indicadores adelantados confirman una desaceleración saludable de la demanda privada

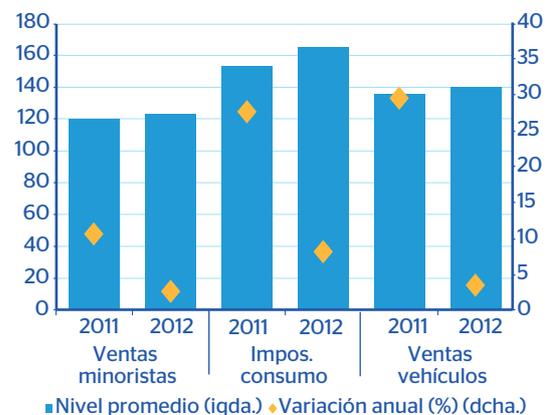
Los indicadores conocidos hasta el momento dan cuenta de una moderación de la actividad económica en el primer trimestre de 2012, en línea con la previsión de BBVA Research. En el caso del consumo, las ventas minoristas, las importaciones y la venta de vehículos se alinearon en tasas de incremento menores a las que se registraron en promedio en 2011, siendo el gasto en bienes durables el que presentó la mayor desaceleración. No obstante, los niveles observados en estas variables continúan en máximos (Gráfico 4).

Gráfico 3  
Crecimiento del PIB. Variación anual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 4  
Indicadores de consumo privado. Índice (ene08 = 100) ajustado por estacionalidad



\* Para 2012 es el promedio de enero y febrero en el caso de las ventas minoristas y las importaciones. Las ventas de vehículos incluyen datos de enero a marzo  
Fuente: DANE, Econometría Ltda y BBVA Research

Los demás componentes del consumo (no durables y semi-durables) están logrando tasas de crecimiento dinámicas, haciendo que el total del gasto de los hogares tenga una moderación de menor magnitud. En este mismo sentido apuntan las mejoras del mercado laboral, pues si bien la tasa de desempleo urbano no tiene mucho espacio adicional para caer, de hecho se estabilizó alrededor de su nivel natural (entre 10% y 11%), el crecimiento del empleo formal está liderando (y liderará este año) la creación de nuevos puestos de trabajo, mejorando así el perfil de consumo de los hogares.

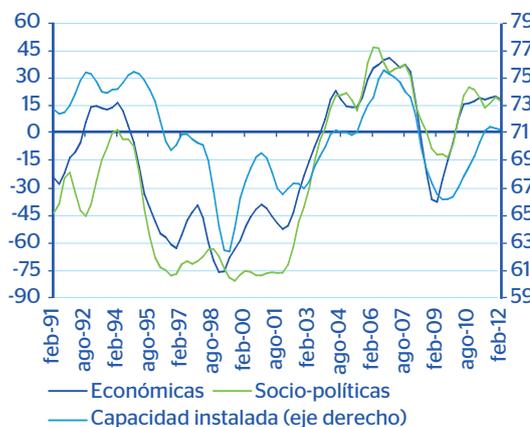
En el caso de la inversión, si bien se está dando una desaceleración moderada en el total, actualmente se comprueba un cambio en su composición a favor del gasto residencial. En particular, mientras que las importaciones de bienes de capital durante 2011 crecieron en promedio 38% anual, en este momento crecen a ritmos de 17% anual. Al mismo tiempo, según datos de CAMACOL, la oferta vigente de proyectos de construcción de vivienda nuevos al final de 2011, los cuales se ejecutarán

en su mayoría durante 2012, fue un 2% superior a la de diciembre de 2010, siendo además ahora más concentrada en vivienda de alto valor que tiene una mayor contribución al crecimiento del PIB y con una velocidad de ejecución mayor.

Por su parte, los indicadores de confianza de los consumidores y empresas se estabilizaron en niveles elevados, reflejando que las señales de moderación de la actividad se deben más a una normalización de la economía que a un desempeño sectorial desfavorable. El índice de expectativas de los hogares es cerca del doble de su promedio histórico, las perspectivas de ventas a corto plazo de los comerciantes son ligeramente inferiores al promedio registrado en 2007 y los industriales perciben un alto uso de la capacidad instalada con condiciones apropiadas para invertir (Gráfico 5). Igualmente, el nivel de confianza de estos últimos, en valores que significan expansión, apoya la idea de un rebote esperado del sector industrial en los próximos trimestres, apuntalado por un sólido comportamiento de sus pedidos en el mercado interno y por un balance positivo de las exportaciones del sector.

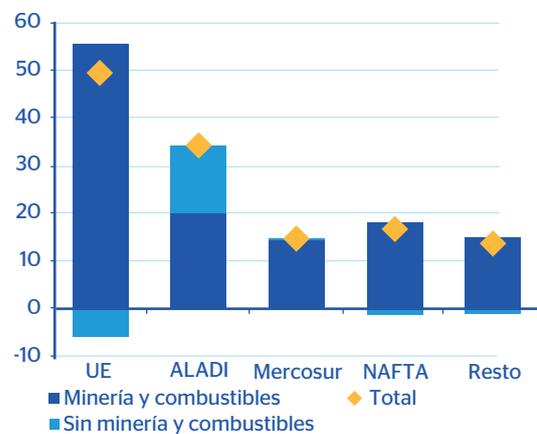
De hecho, en los dos primeros meses de 2012 las exportaciones del país crecieron 23% anual, impulsadas de nuevo por las ventas de hidrocarburos, minería y metales preciosos (26% anual), pero con un balance satisfactorio en los demás componentes (10%). Sin embargo, las perspectivas de la economía mundial, que anticipan una estabilidad en el crecimiento de Estados Unidos y una leve recesión en Europa, pueden tener un impacto negativo sobre las exportaciones, acotado por los nuevos mercados en expansión en que el país está incursionando con mayor fuerza: China como demandante de productos básicos y la Asociación Latinoamericana de Integración –ALADI– como mercado de productos manufacturados (ver Recuadro 1). De hecho, este último mercado fue el único que se mostró dinámico en el inicio de 2012 para la exportación de productos no minero-energéticos (Gráfico 6).

Gráfico 5  
**Capacidad instalada y condiciones para inversión.**  
Índices ajustados por estacionalidad, %



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Gráfico 6  
**Destino de las exportaciones.**  
Variación anual, año corrido a febrero de 2012



Fuente: DANE, DIAN y BBVA Research

## Colombia crecerá 5% en 2012 impulsada por la demanda interna

Este crecimiento se ubica por encima del promedio de LatAm (3,7%) y muestra una convergencia gradual al crecimiento potencial de la economía colombiana. Esta previsión se basa en un fuerte liderazgo de la inversión, la cual aumentará de nuevo su participación en el PIB de 26,6% a 28,0% entre 2011 y 2012. El consumo, por su parte, crecerá en línea con el PIB, reduciendo las presiones excesivas de demanda sobre la capacidad instalada y la inflación.

Durante 2011 los sectores no transables y la minería lideraron el crecimiento, basados en la expansión de la demanda privada y los altos precios internacionales de las materias primas. En los meses recientes, a pesar del menor crecimiento de la producción de petróleo, la cual se ubicó en todo caso por encima del promedio de 2011, los buenos resultados en la producción de carbón

habrían permitido que la minería se ubique con un crecimiento superior al del PIB en el primer trimestre. Asimismo, la construcción tiene un fuerte potencial de expansión tanto en la oferta privada (vivienda y otras edificaciones), como en el caso de las obras civiles con una significativa contribución de la inversión pública en infraestructura.

Los sectores comercio y financiero, si bien presentan menores tasas de crecimiento asociadas a la desaceleración de algunos componentes del consumo y el crédito, tienen perspectivas positivas por cuenta de la solidez corporativa que mostraron las empresas del sector al finalizar el año 2011 y en algunos datos conocidos al inicio de 2012. Finalmente, la industria y la agricultura serán los dos sectores que probablemente crecerán por debajo del PIB este año. En el caso de la industria se esperan tasas de crecimiento entre 4,0% y 4,5%, mientras que la agricultura tendrá un crecimiento ligeramente positivo.

## El déficit en la cuenta corriente se mantendrá estable en los próximos años

En 2012 se esperan dos factores contrapuestos que mantendrán el déficit en la cuenta corriente relativamente estable con respecto al observado en 2010 y 2011. Por una parte, las exportaciones crecerán este año por debajo de 2011 (9,2% vs. 43,1%), pues los precios de las materias primas tendrán un crecimiento menor con respecto al observado el año anterior y, además, se dará una baja demanda por productos industriales desde Europa. Adicionalmente, se espera un nuevo récord en la cifra de envío de dividendos al exterior en 2012, después de los buenos resultados corporativos del año pasado, presionando, como las exportaciones, el déficit en la cuenta corriente. Sin embargo, la desaceleración en el gasto interno, principalmente en los componentes que demandan más productos del exterior (consumo de bienes durables e inversión en equipo de transporte), determinará también un bajo incremento de las importaciones de alrededor de 10%.

En suma, esperamos que el déficit se ubique en 3,0% del PIB en 2012 y 2013, cifra que será financiada con creces por los fuertes flujos de inversión extranjera directa, la cual según los datos de la balanza cambiaria se encuentra ahora menos concentrada en el sector de hidrocarburos y minería (73% vs. 87% en 2011), diversificación que dará mayor espacio para su expansión éste y los próximos años.

## Colombia seguirá creciendo aún si se deteriora la situación en Europa

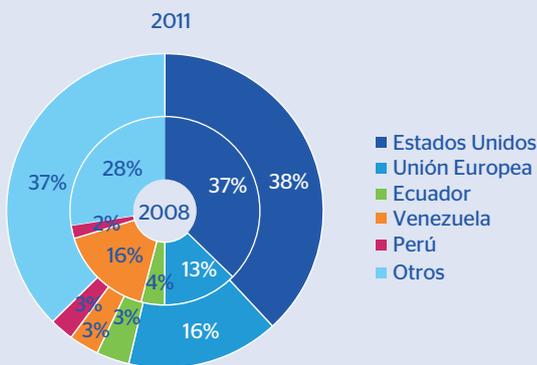
El principal canal de desaceleración de la economía colombiana en un contexto de deterioro de la economía europea sería el comercio exterior y la mayor aversión al riesgo, a través de la menor confianza privada, determinando ajustes a la baja en la demanda de los hogares y empresas, aunque de menor magnitud a la registrada en 2008. En ese momento, la economía mostró solidez ante el choque de Lehman Brothers y mantuvo tasas de crecimiento positivas. En efecto, la menor correlación actual entre los índices de confianza internos y la aversión al riesgo global confirma esta hipótesis. Sin embargo, es necesario mantenerse atento a los mismos ante el empeoramiento de la situación global que afecte la confianza interna.

### Recuadro 1. Exportaciones a mercados diversos pero concentradas en pocos productos

En 2011 las exportaciones no tradicionales (diferentes a petróleo, café, carbón y ferroníquel) se ubicaron en un nivel similar al de 2008, año que marcó el máximo histórico, pero su destino es diferente en la actualidad (Gráfico 7). El mercado venezolano se comprimió fuertemente, Estados Unidos ganó participación en algunos productos industriales y se aprovecharon los mercados vecinos que se encuentran en expansión. Por tipo de productos, sólo tres sectores, entre 15 que son diferentes a combustibles y metales preciosos, lograron superar las ventas externas que tenían en 2008: alimentos, químicos y plásticos (Gráfico 8). En estos casos sobresalió la atomización de los destinos de exportación en los años recientes, con una fuerte participación de los nuevos socios comerciales provenientes de América del Sur y Europa. Sin embargo, estos mercados están siendo explorados sin avances significativos en la diversificación de productos.

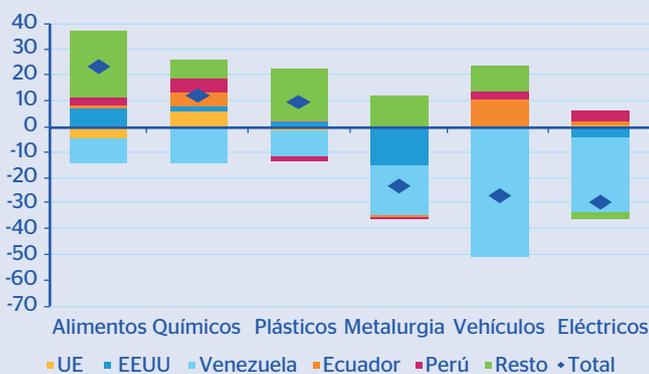
En efecto, un índice de Herfindahl, construido para evaluar el grado de concentración de las exportaciones entre países de destino y tipo de bienes, concluye a favor de una mayor diversificación de los destinos de exportación a partir de 2008, pero muestra cómo se han concentrado fuertemente en unos pocos productos desde la misma fecha (Gráfico 9). Incluso, entre 2008 y 2011, en términos de volumen, sólo las ventas de bienes primarios crecieron, intensificando su participación en el comercio total, mientras que la industria de alta tecnología tuvo una caída de casi 5% en este período (Gráfico 10).

Gráfico 7  
Destino de las exportaciones, 2008 y 2011. En porcentaje



Fuente: DANE, DIAN y BBVA Research

Gráfico 8  
Crecimiento sectorial entre 2008 y 2011. En contribuciones a la variación, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 9  
Índice de concentración de mercados Herfindahl. Índice entre 0 (sin concentración) y 10.000 (concentrado)



Fuente: DANE, DIAN y BBVA Research

Gráfico 10  
Colombia: crecimiento de las exportaciones por tipo de bienes. Variación acumulada en el periodo indicado, %



Fuente: DANE, DIAN y BBVA Research

En este sentido, Colombia se diferencia ampliamente de los países de la región más abiertos al comercio internacional. Perú y Chile en los años recientes están disminuyendo lentamente su exposición a las exportaciones de bienes primarios. El factor diferenciador de estos países, respecto al desempeño de Colombia, radica en su mayor determinación en la firma de diferentes acuerdos de libre comercio. Chile, por ejemplo, es el país del mundo con el mayor número de tratados de libre comercio, firmados con áreas económicas que representan cerca del 90% de la población mundial (NAFTA, Unión Europea, EFTA, Corea del Sur, China, etc.).

En conclusión, las exportaciones del país están creciendo rápidamente en los años recientes, impulsadas por una combinación de más mercados externos y aumentos

importantes en las ventas de productos básicos, como petróleo y carbón, pero sin avances significativos en los productos con mayor intensidad tecnológica. Asimismo, el resultado fue altamente dependiente de los mayores precios internacionales, con progresos incipientes en términos de volumen exportado, lo cual aumentó la exposición del país a los choques de términos de intercambio que históricamente tanto han afectado la estabilidad económica de Colombia y Latinoamérica. Aún así, las actuaciones de Colombia en materia de comercio exterior, mediante los acuerdos de libre comercio firmados y en proceso, van en la dirección correcta, pues buscan aprovechar aquellas regiones con alta demanda actual (como Estados Unidos y Europa), pero también sacar provecho de los países en etapa de fuerte expansión (como Chile, Perú, México y Turquía).

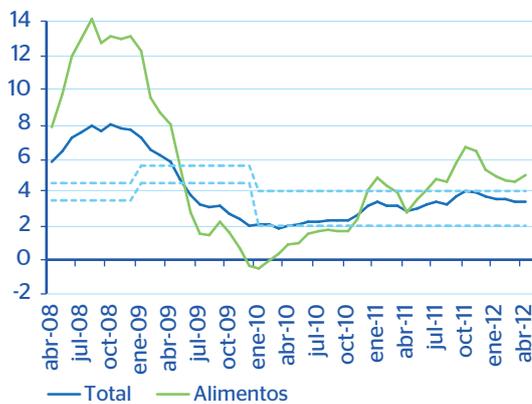
### 3. La inflación se mantendrá estable, tras un buen desempeño en el primer trimestre

#### Disminución de las expectativas de inflación

Luego del repunte inflacionario a finales de 2011, explicado en buena parte por choques de oferta sobre los alimentos y los precios regulados, la inflación en 1T12 registró un descenso mayor al esperado, ubicándose en 3,4% (Gráfico 11). De esta manera, la inflación ha seguido una trayectoria más consistente con el objetivo de alcanzar el punto medio del rango meta (entre 2% y 4%) en el mediano plazo, lo cual se ha reflejado en una mejora significativa de las expectativas. En este contexto, esperamos que las variaciones de precios se mantengan contenidas durante el resto del año, aunque creemos con algunas presiones que dificultarán la convergencia de la inflación hacia tasas más cercanas al 3,0%.

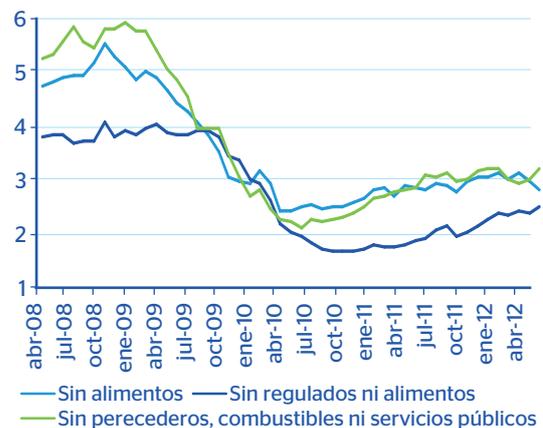
Las perspectivas en materia de precios para este año son mejores que para 2011. En primer lugar, se esperan incrementos más moderados en los precios de los alimentos reflejando la normalización de las condiciones climáticas. Esto se viene observando en los primeros meses del año, con una disminución gradual en la inflación anual de alimentos desde el 5,3% alcanzado a finales del año anterior (Gráfico 11). El factor climático y las mejores condiciones de oferta local primarían sobre el impacto del incremento en los precios internacionales de algunos alimentos, que hasta ahora podrían haber sido compensados por los efectos de la apreciación cambiaria. Asimismo, el rubro de transables continuaría presentando una baja inflación reflejando el comportamiento del tipo de cambio sobre los precios de los bienes importados (Gráfico 13). Por su parte, los incrementos en los precios de los regulados deberían ser más moderados dada una elevada base de comparación.

Gráfico 11  
Inflación total y de alimentos (Var. % anual)



Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 12  
Indicadores de inflación básica (Var. % anual)

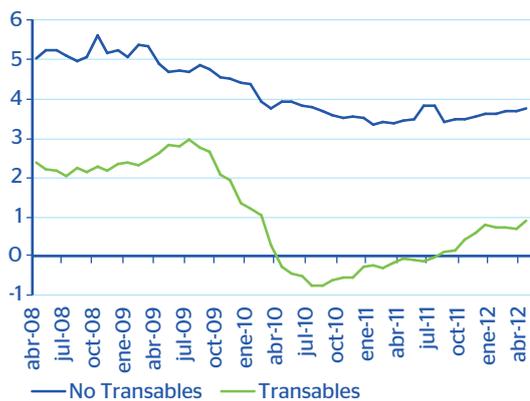


Fuente: DANE y BBVA Research

Así, las presiones de inflación se derivarán principalmente de la existencia de una brecha de producto positiva, la menor holgura en el mercado laboral y el incremento esperado en los precios internacionales del petróleo. De un lado, los precios sensibles a la demanda continúan con una tendencia al alza, en línea con el incremento en el gasto de los hogares (Gráfico 13). La inflación de no transables, en particular en los precios de los arriendos, ha seguido aumentando, al igual que el rubro de comidas fuera del hogar. En algunos precios se podrían estar reflejando presiones derivadas del aumento en el salario mínimo, consistente con una ligera aceleración en los índices de salarios para algunos sectores (Gráfico 14). Finalmente, proyectamos que los precios internacionales del petróleo aumentarán en 2012, lo cual se seguirá reflejando en incrementos en los precios de los combustibles, con el riesgo de acentuar las presiones inflacionarias en caso de alterar las expectativas y transmitirse a otros precios de la economía.

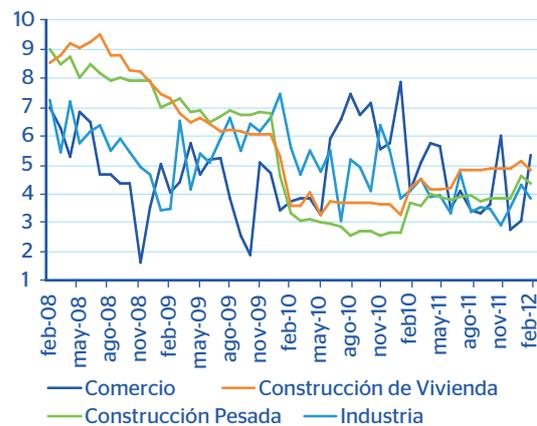
Con todo esperamos que la inflación al cierre de 2012 se ubique en 3,4% (revisión a la baja de 0,1pp con respecto al escenario previo). Para los próximos años hemos reducido ligeramente nuestras proyecciones de inflación hacia tasas más cercanas al objetivo inflacionario (3,0%), lo que refleja unas expectativas más ancladas y la perspectiva de una política monetaria ligeramente más restrictiva que lo contemplado previamente. De otra parte, cabe anotar que algunos aspectos relacionados con temas tributarios podrían tener efectos en la inflación a mediano plazo, incluyendo modificaciones a la tasa del IVA para algunos productos de la canasta dentro de la reforma tributaria prevista para este año.

Gráfico 13  
Inflación de transables y no transables. (Var. % anual)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 14  
Índices de salarios nominales. (Var. % anual)



Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

## 4. Tasa de referencia al alza en el segundo semestre de 2012 convergerá a una postura más neutral

A comienzos de 2012, el banco central se enfrentó a la disyuntiva de continuar aumentando su tasa de interés ante la fuerte dinámica de los indicadores locales, o mantenerla estable como respuesta a la elevada incertidumbre externa y su posible impacto en la economía local. En este contexto, las condiciones internas de la economía y la tendencia al alza en las expectativas inflacionarias primaron en las decisiones de la autoridad monetaria, llevando a un incremento de 50 puntos básicos en la tasa de referencia (hasta 5,25%).

Los indicadores más recientes sugieren que los incrementos acumulados en la tasa de interés de referencia han logrado reducir las presiones de demanda observadas en el tercer trimestre de 2011, como se observa tanto en los datos del PIB del 4T11 como en los indicadores líderes para el 1T12. En este contexto, la autoridad monetaria ha entrado en un modo de pausa que permitirá determinar el alcance de los efectos conjuntos de una política monetaria más restrictiva, el débil crecimiento en las economías desarrolladas -con el reciente impulso a las tensiones financieras vinculadas a las dudas en torno a la resolución de la crisis europea- y la leve desaceleración en las economías emergentes. Adicionalmente, resulta necesario evaluar los posibles efectos de la apreciación del tipo de cambio sobre algunos sectores de la economía.

En este sentido, si bien los argumentos de las recientes minutas se alinean con la necesidad de hacer una pausa en el corto plazo, también muestran que existe considerable discusión en torno a si los incrementos realizados en la tasa de interés serán suficientes para mantener la inflación

en línea con el objetivo del banco central. Efectivamente, la complejidad del entorno externo y cambios estructurales recientes en la economía colombiana serán determinantes en la postura que debe adoptar la política monetaria a mediano plazo.

En la medida que la economía ha iniciado una senda de convergencia hacia su crecimiento potencial, tras una fuerte recuperación en 2011, lo que coincidirá con una estabilización de las tensiones financieras globales a partir de la segunda mitad de este año, la política monetaria debería encaminarse hacia una postura neutral. Las recientes decisiones del banco central van en esta dirección, pero consideramos que serán necesarios ajustes adicionales.

De una parte, aunque el fuerte desempeño reciente de la inversión se habría reflejado en una expansión de la capacidad productiva de la economía, es probable que el elevado crecimiento registrado en 2011 haya contribuido a ampliar la brecha del producto, con lo cual éste tardará un tiempo en alinearse con su nivel potencial. De otra parte, el reciente incremento en la tasa de interés y la disminución en la inflación han llevado a que la tasa de referencia en términos reales aumente a un nivel cercano al 2,0%. Este nivel es todavía inferior a nuestras estimaciones para la tasa de interés neutral, que la ubican más cerca del 3,0%. Finalmente, aunque los indicadores de corto plazo coinciden en una moderada desaceleración de la actividad, en el horizonte relevante de política, el escenario externo plantea importantes retos y beneficios para el país que deberán ser administrados por medio de políticas prudentes por parte de la autoridad monetaria y fiscal. En el escenario más probable, la actividad continuará impulsada por elevados términos de intercambio y fuertes flujos de capitales, condiciones que tenderán a fortalecer la demanda doméstica, exigiendo restringir un poco más la política monetaria pero generando dilemas al banco central ante la posibilidad de alentar mayores flujos de capitales.

Así las cosas, esperamos incrementos adicionales de la tasa de referencia en el segundo semestre de 2012, hasta 5,75%, sustentado en el mayor espacio que aportará la relajación de las tensiones financieras en Europa y el repunte esperado en el crecimiento global. A este nivel y dado el comportamiento esperado de la inflación, consideramos que la tasa de interés real de referencia se ubicará muy cerca de nuestro estimado de la tasa neutral. Adicionalmente, nuestra expectativa de mejora en el crecimiento en 2013 y una tasa de inflación por encima del punto medio del rango meta alimenta la perspectiva de ajustes adicionales en la tasa de referencia en 2013.

Estos incrementos perderían impulso en caso de un deterioro adicional o una prolongación de las tensiones financieras en torno a la crisis fiscal en Europa, así como en el caso de una menor fortaleza en el crecimiento en Estados Unidos, escenario que implicaría un sesgo a la baja en nuestras previsiones de crecimiento y, por tanto, sobre la senda esperada de tasas de interés.

Con respecto a la situación del crédito, consideramos que el banco central ha ponderado positivamente la reciente moderación en el crecimiento de la cartera, si bien continuará muy atento a posibles presiones de inflación y signos de desequilibrios financieros, en un entorno de sostenida expansión crediticia y fortaleza de la demanda doméstica. Al respecto, se observa que el crecimiento del crédito continuó con su moderación en el primer trimestre del año, con perspectiva a seguir en dicha tendencia acercándose hacia tasas de crecimiento más sostenibles. Si bien hasta el momento la moderación ha sido motivada por la cartera comercial (60% del crédito total), para el segundo semestre esperamos que la cartera de consumo y la cartera hipotecaria se unan a la desaceleración.

## 5. El peso colombiano continuará apreciándose en los próximos meses

A corto plazo, el peso continuará apreciándose sustentado en la continuidad en los flujos de capitales, los cuales no se han visto afectados significativamente por los mayores niveles de aversión global (Gráfico 15). Al contrario, aunque recientemente las nuevas dudas sobre la sostenibilidad de la deuda en los países de la periferia europea han propiciado una disminución en los flujos de inversión hacia algunas economías emergentes, en Colombia, éstos continúan presentando una dinámica favorable. En particular, los flujos de inversión extranjera directa en 1T12 se elevaron a USD4.208 millones, registrando una tasa de crecimiento de 30,2% anual, según las cifras de la balanza cambiaria (Gráfico 16). Estas entradas de inversión directa no han sido contrarrestadas por las inversiones de colombianos en el exterior, en la medida que una baja proporción de estos flujos pasa por el mercado cambiario. Adicionalmente, los flujos netos de portafolio y de endeudamiento externo continúan en niveles positivos, aunque con una menor participación respecto a la IED, contribuyendo al exceso de dólares en la economía.

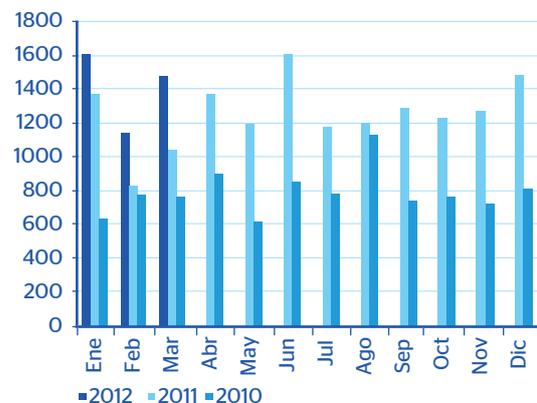
Cabe destacar que el Gobierno central no ha aportado dólares a la economía este año y, al igual que en 2011, viene apoyando la política de intervención cambiaria del banco central manteniendo un saldo elevado de depósitos en el Banco de la República (entre \$9 y \$11 billones), lo cual ha ayudado a contrarrestar las presiones de liquidez provenientes de la acumulación de reservas internacionales. En este sentido, la reciente regulación del Banco de la República introduce una mayor flexibilidad y credibilidad a la estrategia de intervención cambiaria, en la medida que diversifica los instrumentos para enfrentar los efectos sobre la liquidez, siendo una alternativa adicional a la utilización del stock de títulos de deuda pública en manos del Emisor y de los TES de control monetario, brindando un mayor espacio al banco central para aumentar los montos de intervención en caso que sea necesario. Al respecto, cabe anotar que el país tendría espacio para aumentar su stock de reservas internacionales, en la medida que, comparado con otros países de la región, la acumulación de reservas en Colombia ha sido menor, al tiempo que éstas permanecen en niveles relativamente bajos como proporción del PIB (Gráficos 17 y 18). Asimismo, del lado fiscal, será clave que el Gobierno continúe en la línea de consolidar las reformas que favorezcan un mayor ahorro público y así contribuir a moderar la demanda doméstica y apoyar un tipo de cambio real sostenible.

Gráfico 15  
Tasa de cambio: Colombia y Latam  
(Índice 14Sep10 = 100)



Fuente: Bloomberg, Banco de la República y BBVA Research

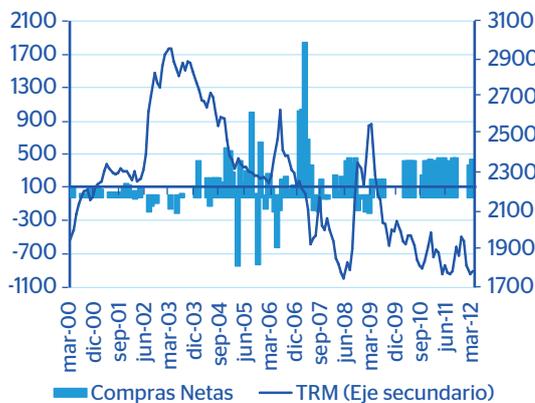
Gráfico 16  
Inversión extranjera directa  
(USD millones mensual)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 17

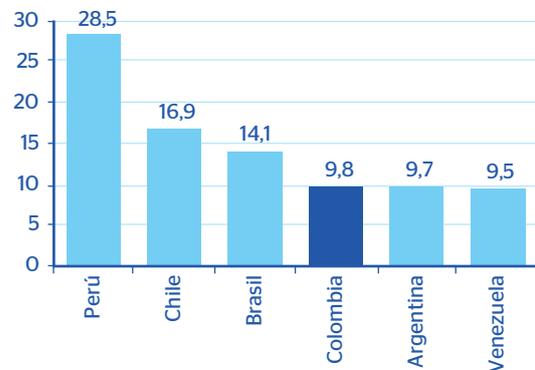
Tasa de cambio peso-dólar y compra neta de reservas internacionales (USD millones)



Fuente: Bloomberg, Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 18

Reservas internacionales en Colombia y LatAm (como porcentaje del PIB)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

## 6. Continúa la actividad reformadora del Gobierno que favorecerá el crecimiento a mediano plazo

El déficit fiscal del Gobierno Central este año se estima en 2,9% del PIB, favorecido por la dinámica interna y los elevados ingresos asociados con el sector minero-energético. El resultado del recaudo por encima de la meta en lo corrido del año y las mejoras en el frente de eficiencia en la administración tributaria reforzarían los buenos resultados que esperamos para 2012.

En materia regulatoria, la reglamentación del acto legislativo de la administración de las regalías llegó a feliz término y se espera que su implementación contribuya al crecimiento regional en el mediano plazo. La reglamentación mantiene la distribución de los recursos en cinco fondos, focalizados en ahorro externo, pago de pensiones, ciencia y tecnología, desarrollo regional y reducción de la pobreza. Establece una comisión rectora encargada de definir la política general del sistema de regalías, que priorizarán los proyectos de inversión financiados con las regalías. Con este marco normativo se espera que los 9,7 bn COP anuales que estimamos se perciban por regalías en promedio hasta 2016, sean invertidos en proyectos que atiendan de mejor forma las necesidades de los municipios y departamentos. Igualmente se pondrá a prueba la funcionalidad de los órganos colegiados para la fiscalización de los recursos, esperando sin embargo que su rol fiscalizador no sea un perjuicio para la diligente aprobación de proyectos de infraestructura que demanda el país.

Otros asuntos regulatorios de trascendencia serán discutidos en el segundo trimestre del año. En primer lugar, el Presidente Santos anunció la creación de un programa para subsidiar el 100% del valor de la vivienda para familias de menores recursos. El programa será puesto en marcha previa autorización del Congreso de la República, mediante un proyecto de ley que le otorga discreción al Ministerio de Vivienda para distribuir el presupuesto del Fondo Nacional de Vivienda (Fonvivienda) para la financiación de viviendas de interés prioritario. El programa focalizará la entrega de 100 mil viviendas al año a las familias más pobres, con un costo cercano de \$4 bn COP por año (0,7% del PIB). Existe sin embargo incertidumbre si el programa se extenderá por más años y si eventualmente se ampliará el número de familias beneficiadas.

Por otro lado, el Gobierno Nacional espera discutir el proyecto de ley de reforma tributaria. La reforma modifica el estatuto tributario buscando que sea más sencillo, reduciendo algunos beneficios tributarios, y buscando progresividad en donde se guarde mayor relación entre los ingresos y el nivel de tributación. Algunos grupos de presión ya han hecho saber su disconformidad por el retiro de algunos beneficios, como es el caso del sector minero. El Ministerio de Hacienda estima que el impacto del proyecto en las cuentas fiscales sea neutro, sin embargo, como es tradicional en las reformas tributarias, es muy posible que el articulado presentado diste frente al finalmente aprobado por el Congreso, generando efectos fiscales no anticipados.

Los avances regulatorios de 2012 debería contribuir a mejorar la perspectiva de las agencias calificadoras sobre el riesgo soberano. En febrero de 2012 la calificadora BRC cambió su perspectiva sobre la calificación colombiana de estable a positiva, manteniendo sin embargo su rating en BBB-. La calificadora argumentó que factores como la informalidad laboral, la inflexibilidad del gasto público, la reparación y resocialización de las víctimas de la violencia, y el déficit de infraestructura, continúan siendo un reto para el soberano. Anuncios públicos de Fitch Ratings se dirigen en el mismo sentido, argumentando que la alta dependencia de las exportaciones y las cuentas fiscales sobre las materias primas, el bajo nivel de las reservas internacionales dado el déficit estructural en cuenta corriente, la baja base de los ingresos tributarios y la inflexibilidad del gasto público, son factores en los que Colombia debe mejorar para incrementar su rating crediticio.

Algunos de estos factores están siendo abordados por el Gobierno. La reforma tributaria ampliaría la base del recaudo tributario y haría más flexible el gasto público con la eliminación de algunos beneficios tributarios. Los proyectos viales por 7700 Km de carreteras enmarcados en la participación del sector privado, deberían mejorar el actual déficit de infraestructura. El proceso de reparación de víctimas puesto en marcha desde 2011 acerca al país hacia un proceso de post-conflicto. Igualmente con la reglamentación de la ley de regalías y la regla fiscal, se moderaría el efecto pro-cíclico del petróleo sobre el producto y las cuentas fiscales. Dichos avances no creemos que se reflejen en los fundamentales de 2012, por lo cual no anticipamos una mejora crediticia en el corto plazo, sin embargo mantenemos una perspectiva positiva conociendo el esfuerzo del Gobierno por realizar avances en la materia. Por otra parte la puesta en operación a mediados de mayo de 2012 del tratado de libre comercio con los Estados Unidos favorecerá el crecimiento del largo plazo de la economía (ver Recuadro 2).

### Recuadro 2. Arranque del TLC con Estados Unidos con grandes expectativas

El pasado 15 de abril, en el marco de la VI Cumbre de las Américas en Cartagena de Indias, los Presidentes de Estados Unidos y Colombia anunciaron la entrada en vigencia del TLC para el 15 de mayo de 2012.

El TLC consolidará las relaciones comerciales entre Estados Unidos y Colombia, permitiendo que algunos sectores que no se beneficiaban de las preferencias arancelarias del ATPDEA, puedan entrar al mercado de los EE.UU. libres de arancel. Con la entrada en vigencia del tratado, el 76% de los productos de los EE.UU. estarán libres de aranceles para ingresar al mercado colombiano, mientras el 94% de los productos colombianos harán lo propio en el mercado de EE.UU. Los productos restantes se someterán a una etapa de desgravación arancelaria y de eliminación de cuotas, que en todos los casos se eliminarán progresivamente mientras los productores ajustan su producción para hacer frente a los retos del acuerdo. Esto llevará a que el arancel Colombiano promedio ponderado pase de 14% a 6,4% en el primer año de vigencia (Gráfico 19).

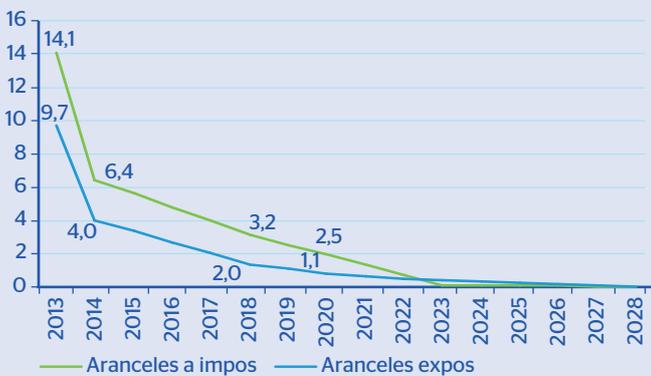
Algunos impactos del tratado son previsible como la ampliación de la variedad de productos disponibles para los consumidores, el aumento en la competencia interna induciendo una reducción en los precios a los consumidores, y la especialización de la producción Colombia en los productos en los que son más competitivos con los efectos del caso en productividad.

La experiencia de otros países como México y Chile permite anticipar el efecto del libre comercio. Con la entrada del NAFTA, México casi triplicó su Inversión Extranjera Directa, mientras que Chile la aumentó desde 5,5% en promedio en los cuatro años antes del TLC a 7% cuatro años después del TLC (Gráfico R.6). En esta materia, el Gobierno estima que el TLC incrementará la tasa de inversión en 2% por año, la economía crecerá en 1% adicional por año, y se reducirá la tasa de desempleo en 1%.

Algunas barreras impedirían el aprovechamiento en el corto plazo de los beneficios del tratado. Colombia aun presenta importantes rezagos en infraestructura haciendo incluso que los costos de la infraestructura sean superiores a las actuales barreras arancelarias. De igual forma, es el país de la región con los mayores costos de transporte interno, los cuales equivalen a 1,807 USD por contenedor de 20 TEUs cuando en la región promedian 680 USD. Afortunadamente el Gobierno se encuentra adelantando un plan ambicioso de construcción de 7700 kms de carreteras, que sin embargo se materializarán cerca de tres años después de la entrada en vigencia del tratado.

Por otro lado, la coordinación en materia de registros sanitarios y fitosanitarios entre las autoridades de Estados Unidos y Colombia deberá ser lo más expedita posible, con el objeto de que los productores de ambos países puedan cumplir con las reglas para la exportación de bienes animales y vegetales. En esta materia el Gobierno Colombiano busca priorizar la coordinación en aquellos productos con mayor potencial de exportación, designando a su vez un delegado en la embajada en Washington encargado de agilizar el proceso de coordinación con el FDA de los Estados Unidos.

Gráfico 19  
**Arancel promedio en Colombia a las principales importaciones y a los productos que compiten con las exportaciones (%)**



Fuente: MinComercio y BBVA Research

Gráfico 20  
**Inversión extranjera directa neta de México y Chile antes y después del NAFTA y el TLC respectivamente (% PIB)**



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

## 7. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	4,0	5,9	5,0	5,2
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,5	4,8	5,2
Consumo Público (% a/a)	5,5	2,6	3,2	3,5
Inversión Fija (% a/a)	4,6	16,6	10,5	7,6
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,7	3,4	3,3
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1926	1934	1800	1810
Tasa de Interés (% fdp)	3,00	4,75	5,75	6,50
Balance Fiscal (% PIB)	-3,8	-2,9	-2,9	-2,5
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-2,7	-3,0	-3,0

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

Tabla 2

### Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (%, fdp)
T1 11	5,0	3,2	1884	3,5
T2 11	5,1	3,2	1783	4,3
T3 11	7,5	3,7	1836	4,5
T4 11	6,1	3,7	1934	4,8
T1 12	5,0	3,6	1766	5,3
T2 12	5,2	3,6	1750	5,3
T3 12	5,0	3,5	1725	5,8
T4 12	4,9	3,4	1800	5,8
T1 13	5,2	3,4	1760	6,3
T2 13	5,4	3,3	1730	6,5
T3 13	5,6	3,3	1750	6,5
T4 13	4,7	3,3	1810	6,5

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](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 de Colombia***Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com**María Paola Figueroa**  
mariapaola.figueroa@bbva.com**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com**Maria Claudia Llanes**  
maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**  
julio.suarez@bbva.com

Estudiante 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

**Juan Ruiz**  
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.com

Colombia

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.com

Venezuela

**Oswaldo López**  
oswaldo\_lopez@bbva.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 Financieros

**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

**Juan Ruiz (I)**  
juan.ruiz@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