

# Situación Colombia

Tercer Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **El crecimiento global se recuperará gradualmente en 2013** en la medida que las autoridades en Europa y EE.UU. reduzcan las incertidumbres existentes.
- **En 2012 y 2013, la economía colombiana crecerá 4,1% y 4,4%**, respectivamente, mostrando una desaceleración moderada tras el fuerte dinamismo registrado en 2011.
- **El banco central mantendrá una postura ligeramente expansiva en 2012 y 2013.** Se espera una mejora en la capacidad de ejecución de la inversión pública para lograr un mayor impulso a la actividad.
- **En un escenario externo más adverso, Colombia enfrentaría un ajuste importante de la demanda interna**, aunque limitado por la situación saludable del sector privado y la activación de amortiguadores de política.

# Índice

1. Resumen.....	3
2. Entorno exterior: desaceleración global y necesidad de acciones decisivas de política económica .....	4
3. Economía colombiana se desacelera pero se mantiene resistente la demanda interna.....	6
4. Banco central aprovechará el espacio para profundizar su postura expansiva.....	9
5. Mejoras en las cuentas fiscales pero estructuralmente falta camino por recorrer .....	11
Recuadro 1. Papel de las obras civiles en el crecimiento económico .....	14
6. Buenos amortiguadores frente a un deterioro del contexto global, pero el impacto sería sustancial .....	16
7. Tablas .....	17

Fecha de cierre: 10 de agosto de 2012

## 1. Resumen

**La previsión de crecimiento mundial se revisa ligeramente a la baja, hasta el 3,4% en 2012 y 3,7% en 2013.** La revisión está condicionada por las tensiones financieras en Europa y la desaceleración, algo mayor a la esperada hace tres meses, especialmente en las economías emergentes más grandes como China, India o Brasil. Este escenario global supone que se toman los acuerdos políticos necesarios para avanzar en el desarrollo institucional de la unión monetaria europea y también para evitar el ajuste fiscal automático en EEUU.

**En Colombia, en respuesta al menor dinamismo de los mercados externos, la economía registró una moderación respecto al dinamismo observado en 2011,** acentuada por una baja ejecución de las obras civiles durante el primer trimestre de 2012.

**Esperamos que la economía colombiana crezca un 4,1% en 2012 y 4,4%, en 2013,** como consecuencia de unas menores perspectivas de crecimiento global y de los precios de petróleo, sumado a factores internos relacionados con la menor ejecución de las obras civiles y el desempeño más débil de los principales indicadores líderes en el primer semestre.

**Los elevados niveles de confianza de hogares y empresas permiten anticipar un crecimiento del consumo de los hogares en 2012 en línea con el PIB, mientras que la inversión privada mantendrá una expansión superior al 9%.** Por su parte, la demanda externa seguirá restando al crecimiento, consistente con un **panorama global más incierto que se irá normalizando lentamente a lo largo del último trimestre del año.**

**La mejora en el ritmo de ejecución de la inversión pública en el segundo semestre de 2012 y 2013, permitirá acelerar el crecimiento el año entrante.** Las expectativas sobre las obras civiles son optimistas en la medida que se han dado importantes cambios institucionales con lo cual se espera una mejor ejecución de la inversión pública, aprovechando la actual disponibilidad de recursos provenientes de la mejora en el recaudo tributario y los mayores recursos de las regalías.

**En conjunto con la moderación de los riesgos sobre la estabilidad financiera derivados del crecimiento del crédito, la estabilidad de la inflación llevó al inicio de un nuevo ciclo de relajación de la política monetaria,** en línea con las acciones de otros bancos centrales de la región y de otros países emergentes, y con una clara resolución del banco central para contrarrestar la desaceleración de la economía y enfrentar la turbulencia externa. Esperamos al menos un recorte adicional en la tasa de interés en lo que resta del año.

**Una recesión más fuerte y prolongada en la Zona Euro, con un efecto contagio sobre Estados Unidos y otras economías desarrolladas, tendría efectos considerables sobre la valoración global de las materias primas, el flujo externo de capitales y el comportamiento de la confianza interna en Colombia.** En este escenario, el mantenimiento del impulso minero-energético sobre el crecimiento, con base en la estructura de inversión de largo plazo que caracteriza al sector, y una mayor ejecución de la inversión pública serían decisivos para enfrentar el choque externo y acotar los efectos negativos sobre la demanda doméstica. Asimismo, el punto de partida con un déficit de la cuenta corriente ampliamente financiado y un tipo de cambio flexible reduce el riesgo de una caída abrupta en el gasto privado.

## 2. Entorno exterior: desaceleración global y necesidad de acciones decisivas de política económica

### **El crecimiento global ganará tracción sólo si las necesarias medidas de política económica llegan a tiempo**

Con el debilitamiento de la actividad registrado en la primera parte de 2012, el papel de las políticas económicas se percibe como determinante para que, tal y como contempla nuestro escenario, se produzca una ligera mejora del crecimiento en 2013. En nuestro escenario se prevé un crecimiento en el entorno del 3,5% en el periodo 2012-2013 (Gráfico 1), pero ello ocurrirá sólo si las necesarias medidas de política económica se aprueban e implementan a tiempo de evitar un “accidente” financiero en Europa, un ajuste fiscal automático en EEUU en 2013 y ayudan a recuperar tasas de crecimiento más altas en las economías emergentes. En caso de que las políticas económicas no logren sus objetivos, la desaceleración en marcha desde 2011 se intensificaría en 2012 y 2013, dejando el crecimiento mundial el año próximo en el nivel más bajo de los últimos 30 años exceptuando la recesión de 2009.

En el área del euro, tras la cumbre de junio se han dado pasos en la dirección adecuada para reforzar la moneda única, entre los que se incluyen acuerdos para una supervisión bancaria única en la zona del euro, la aprobación de planes de largo plazo en lo bancario y lo fiscal y medidas de apoyo al crecimiento. Sin embargo, han de aplicarse los mecanismos aprobados para asegurar la estabilidad financiera del área y utilizar la plena capacidad de los mecanismos financieros existentes, permitiendo que economías con difícil acceso al mercado puedan implementar sus planes de consolidación fiscal aprobados y las reformas estructurales. Ello también debería implicar la participación del Banco Central Europeo.

En EE.UU. ha de acordarse y aplicarse una consolidación fiscal que modere la entrada en vigor en 2013 de medidas automáticas de recorte de gasto y de finalización de rebajas fiscales que, tal y como están definidas, no suponen una mejora de la sustentabilidad de las finanzas públicas en el largo plazo y previsiblemente, llevarían a la economía norteamericana a una recesión en 2013. El proceso electoral en marcha en EEUU dificulta la llegada de acuerdos antes de las elecciones, por lo que es previsible que la incertidumbre fiscal aumente en los próximos meses.

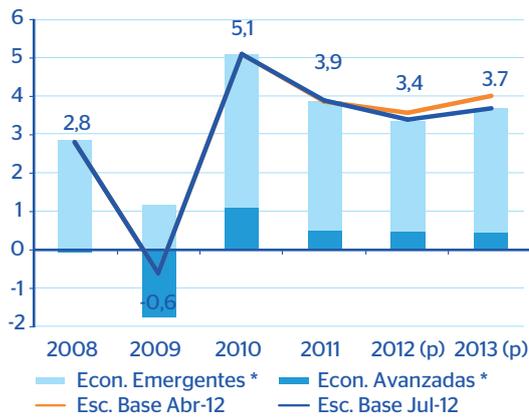
Por su parte, es necesario que aquellas economías emergentes con margen de actuación en política económica implementen una combinación de políticas que logre aliviar el ajuste de la demanda externa y la desaceleración de la demanda doméstica. Y ello sin olvidar que la volatilidad de los flujos financieros puede aumentar, afectada por un lado por los vaivenes de la crisis europea y por otro por la potencial expansión cuantitativa de la política monetaria en Estados Unidos.

### **La crisis del euro se mantiene ante la incapacidad de combinar cesión de soberanía y mutualización de deuda al ritmo exigido por el mercado**

La principal incertidumbre del escenario económico actual es si los avances en la construcción del área del euro como área monetaria óptima serán precedidos de un deterioro adicional de la situación financiera. Si eso ocurriera, creemos que se produciría finalmente una intervención decidida de los mecanismos financieros de la zona euro. Las medidas aprobadas a final de junio para eliminar la retroalimentación de los riesgos soberano y bancario en España y para estabilizar los mercados financieros en el conjunto del área del euro, si se implementan adecuadamente, pueden ser suficientes. Para ello se necesitaría que los acuerdos fuesen implementados rápidamente y que se usen de forma efectiva los mecanismos de estabilización europeos (primero el EFSF y, posteriormente, el permanente ESM) para intervenciones en los mercados de bonos.

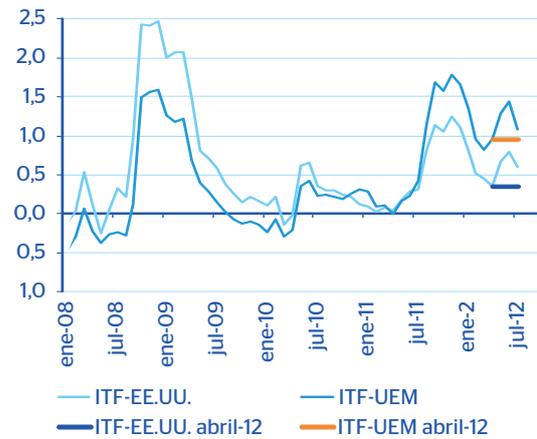
Con todo, hemos revisado a la baja nuestras previsiones de crecimiento del área del euro, como resultado del mantenimiento de las tensiones financieras (Gráfico 2) y el creciente deterioro en la confianza. Así, se prevé un periodo de práctico estancamiento en 2012-2013 en el área del Euro. Además, en nuestra opinión el balance de riesgos está sesgado a la baja, por una posible implementación de las medidas aprobadas demasiado larga y sometida a los vaivenes de la economía política doméstica, tanto entre los países del núcleo como entre los periféricos. En este último caso, el riesgo de una recesión en Europa en 2013 sería significativo, en especial en países como Italia y España.

Gráfico 1  
Crecimiento del PIB mundial (%)



(\*) Contribuciones al crecimiento global  
Fuente: BBVA Research

Gráfico 2  
Indicador BBVA de tensiones financieras



Fuente: BBVA Research

Los países del euro deben solucionar las restricciones de liquidez existentes en algunos segmentos, derivadas de la probabilidad que los mercados asignan a una ruptura del euro. Hasta el momento, los países de la zona euro siguen sin encontrar, al menos al ritmo al que lo demandan los mercados financieros, la combinación aceptable para todos los miembros del club de cesión de soberanía fiscal y bancaria con mecanismos efectivos para lograr la reducción de desequilibrios. Mientras esa situación persista, el riesgo de ruptura del euro seguirá produciendo una renacionalización de los flujos financieros en el área impidiendo la financiación de las economías con posiciones deudoras frente al resto. Una rápida implementación de los mecanismos de ayuda financiera y su fortalecimiento en términos de tamaño, así como el acceso a la financiación del BCE son aspectos clave para mitigar el riesgo de ruptura del euro. En todo caso, no es ese un escenario al que demos una probabilidad significativa: tarde o temprano se aprobarán las medidas necesarias para avanzar en el establecimiento de supervisión, garantía de depósitos y resolución bancaria única. Aunque existe voluntad política para reforzar la moneda común, la toma de medidas no está llegando al ritmo más adecuado. Esas medidas implican cesión de soberanía nacional hacia las instituciones europeas y, al final del proceso, alguna forma de mutualización de deudas entre todos los países de la zona euro. Algo similar terminará ocurriendo con una política fiscal que habrá de estar sometida a las instituciones europeas, por ejemplo mediante el envío para su aprobación de los planes nacionales de consolidación. En todo caso, si los retos planteados se solucionan satisfactoriamente, es previsible que a lo largo del segundo semestre de 2012 el crecimiento global vaya aumentando paulatinamente.

En lo que se refiere a EEUU, la revisión a la baja de las expectativas de 2012 en adelante se deriva tanto del decepcionante crecimiento registrado en el segundo trimestre de 2012, por debajo de lo esperado y del impacto de unas tensiones financieras más elevadas desde Europa. En Asia, el crecimiento en la primera mitad de 2012 fue menor de lo esperado en el caso de China. De forma consistente con un escenario global más débil, hemos revisado a la baja nuestras previsiones para 2012-2013. Sin embargo, las medidas de impulso monetario y fiscal ya en marcha y por venir para estimular el crecimiento permitirán que el PIB pueda crecer en 2013 en un 8.3%, medio punto más que en 2012. En el resto de Asia también hay margen de actuación para las políticas económicas pero existen riesgos a la baja, tanto por una caída más acusada de la demanda global como por una desaceleración continuada de China que pueda aumentar por fragilidades financieras domésticas.

### 3. Economía colombiana se desacelera pero se mantiene resistente la demanda interna

#### **Crecimiento del primer trimestre estuvo limitado por la fuerte caída de la inversión en obras civiles**

En el primer trimestre de 2012 la baja ejecución de las obras civiles se convirtió en uno de los principales factores de desaceleración de la economía. En efecto, el PIB y la demanda interna sin obras civiles crecieron 5,5% y 7,0% anual, respectivamente, por encima del 4,7% y 6,1% observados para el PIB y la demanda interna total. Las exportaciones en este trimestre también redujeron su tasa de expansión, desde 16,2% anual en el cuarto trimestre de 2011 a 6,3% en marzo, en respuesta al menor dinamismo de los mercados externos y algunos cuellos de botella internos en la producción y el transporte de petróleo y café.

La moderación de la demanda externa también condicionó el desempeño de la industria y la agricultura determinando que, junto a la construcción, estos dos sectores fueran los de menor crecimiento en el primer trimestre. De hecho, en los meses recientes han sobresalido los sectores manufactureros menos expuestos al comercio internacional o con mercados en la región, tales como hierro y acero y alimentos, sobre los sectores más activos comercialmente con Estados Unidos y Europa, como textiles y cuero. La consecuencia directa de este desempeño es un menor crecimiento de la inversión en bienes de equipo durante el resto de 2012.

#### **Desaceleración económica por cuenta de las condiciones externas menos favorables se transmite parcialmente a la demanda doméstica**

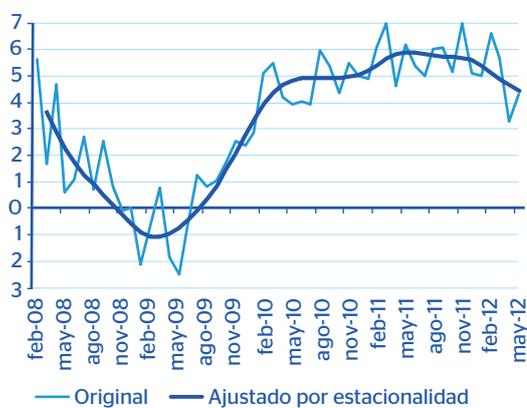
Los indicadores líderes recientes dan cuenta de una continuación de la desaceleración económica, no sólo en las variables externas, sino también en el desempeño de la demanda local (Gráfico 3). En el frente externo se observa un menor crecimiento de las exportaciones. En efecto, las ventas externas del país, que en 2011 crecieron a un ritmo de 43% anual, en mayo aumentaron 13,5% anual, moderadas por la rápida desaceleración de las minero-energéticas desde 57% en diciembre al 15,5% actual. Este comportamiento se extendió a los bienes industriales, cuyas exportaciones crecieron 18,1% en 2011 y en lo corrido del año a mayo aumentaron a una tasa de 5,5% anual.

La principal fuente de desaceleración de la demanda interna es el menor crecimiento del consumo privado, parcialmente anticipado en nuestros análisis anteriores. La finalización anticipada de la fase expansiva del consumo de bienes durables, tanto por el efecto estadístico de los niveles elevados de 2011 como por el retiro gradual del estímulo monetario que se dio hasta la primera mitad de 2012, no fue compensada por un repunte equivalente del consumo de bienes no durables. En este

sentido, los servicios están siendo la principal fuente de aceleración del consumo privado, según muestran indicadores de ocupación hotelera y compras a través de agencias de viajes.

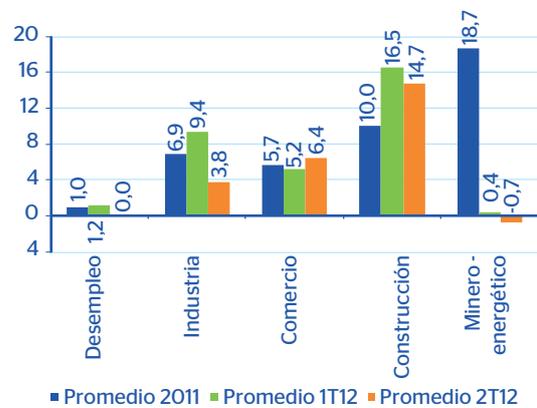
Hasta el primer trimestre de 2012 la reducción progresiva de la tasa de desempleo venía siendo un soporte para la expansión del consumo privado. Sin embargo, el menor ritmo de mejora en los datos de empleo de los meses recientes, que se podría prolongar hasta el final del año, limitaría este estímulo al afectar la confianza de los hogares. De hecho, en junio las encuestas de confianza de Fedesarrollo mostraron un aumento marginal en el temor de los consumidores a perder el empleo. La menor creación de empleo en la economía se relaciona directamente con el menor incremento de la demanda laboral en los sectores de industria y minero-energético, la cual no logra compensarse por los buenos resultados del sector de la construcción (Gráfico 4).

Gráfico 3  
**Índice General de Actividad Económica**  
Componente principal de indicadores líderes



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
**Caída en desempleo y aumento empleo sectorial.**  
En puntos porcentuales y variación anual



\*Caída en el desempleo está en puntos porcentuales y el aumento del empleo en variación anual.  
Fuente: DANE y BBVA Research

Aún así, la confianza de empresarios y hogares permanece en niveles elevados, aunque con tendencia bajista en los meses recientes, que es más evidente en el caso de la industria. En particular, los industriales perciben un aumento de las existencias y una caída de los pedidos, que puede explicarse por la reducción de la demanda externa, pero siguen optimistas sobre la actividad productiva de los próximos meses. Igualmente, los comerciantes alertan sobre una reducción de sus ventas, pero mantienen sus expectativas en niveles elevados (Gráfico 5).

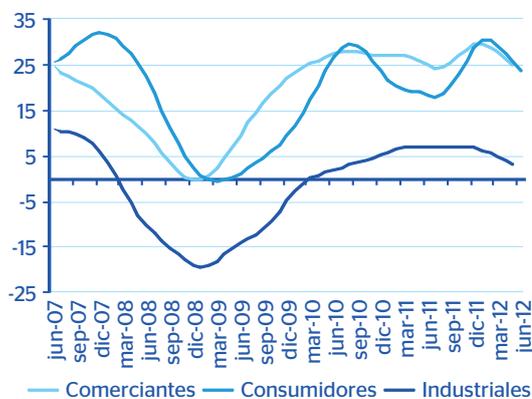
## Esperamos que la economía crezca 4,1% en 2012 y 4,4% en 2013

Como respuesta a las señales de desaceleración de la economía, hemos revisado a la baja el crecimiento del PIB de este y el próximo año (Gráfico 6). La revisión de la proyección desde 5% a 4,1% anual para este año responde a las menores perspectivas de crecimiento global y precios de petróleo, con una revisión a la demanda interna por la menor ejecución de las obras civiles y el desempeño más débil de los principales indicadores líderes en el primer semestre. En este escenario el consumo de los hogares en 2012 crecerá en línea con el PIB, mientras que la inversión privada tendrá una expansión superior al 9%. En total, la demanda doméstica aportará 5,1 puntos porcentuales (pp) al crecimiento, mientras que la demanda externa restará 1,0 pp, coherente con un panorama global más incierto que se irá normalizando lentamente a lo largo del último trimestre del año.

La mejora en el ritmo de ejecución de la inversión pública en lo que resta del 2012 y 2013, permitirá acelerar el crecimiento el año entrante. El cambio institucional en el sector y la nueva legislación nos permiten ser relativamente optimistas en este punto (Ver Recuadro 1). Por otra parte, el moderado crecimiento de los principales socios comerciales, la lenta recuperación de los precios del petróleo y la prolongación de un crecimiento débil de algunos sectores industriales hasta el próximo año constituyen los factores de revisión a la baja para fijar el crecimiento esperado de 2013 en 4,4%.

Gráfico 5

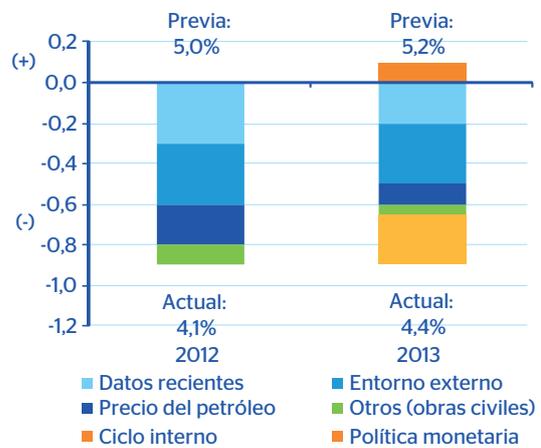
**Confianza de empresarios y hogares. En balance de respuestas**



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Gráfico 6

**Determinantes de la variación de la previsión de crecimiento. En puntos porcentuales**



Fuente: BBVA Research

**Menor déficit de la cuenta corriente en el mediano plazo seguirá financiado con flujos de largo plazo**

Las nuevas previsiones de crecimiento implican un déficit en la cuenta corriente estable para 2012, con respecto al 2011, y decreciente en los próximos años. Para 2012 y 2013 esperamos un déficit de 3,0% y 2,4% del PIB, respectivamente, prolongando su tendencia a la baja en los siguientes años hasta un nivel de alrededor de 2% del PIB en el mediano plazo. Este comportamiento es coherente con un crecimiento en 2012 y 2013 por debajo del potencial de la economía, en un contexto de precios del petróleo por encima de la media histórica, aunque inferiores a sus niveles máximos. El financiamiento de la cuenta corriente seguirá concentrado en recursos de largo plazo, principalmente de inversión extranjera directa, la cual con datos a julio ha sobrepasado los niveles de 2011. Asimismo, las inversiones de colombianos en el exterior se ubicarán por debajo del monto registrado en 2011, lo cual determinará una cuenta de capitales altamente superavitaria en los próximos años.

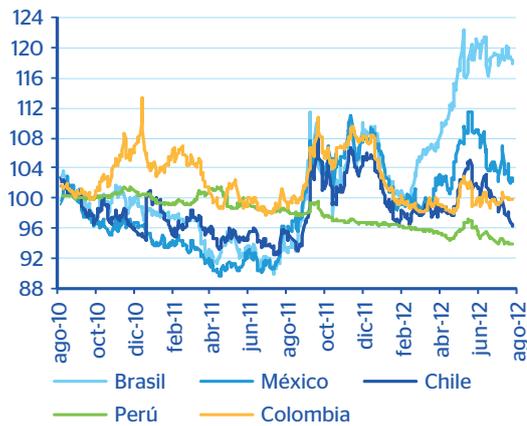
**El peso colombiano en el segundo semestre se mantendría relativamente estable frente al promedio del 1S12**

Durante los primeros meses del año, en medio de una amplia liquidez global y favorables precios de los productos de exportación, el tipo de cambio mostró una importante apreciación, conduciendo a la renovación del programa de compras diarias de dólares por parte del banco central a partir de comienzos de febrero, con el propósito de moderar la velocidad de la apreciación. Más recientemente, la moneda local se ha visto afectada por la volatilidad en los mercados globales limitando ganancias adicionales del tipo de cambio (Gráfico 7). El peso colombiano ha logrado mantener una relativa estabilidad, resistiendo los efectos de la turbulencia externa, principalmente por la continuidad en los flujos de inversión extranjera directa, como lo muestran las cifras más recientes de la balanza cambiaria (Gráfico 8). Adicionalmente, los factores de soporte de la moneda local se mantienen, en la medida que, pese al deterioro reciente, los términos de intercambio continúan en niveles elevados, a lo cual se suman las oportunidades de inversión asociadas al creciente interés en el sector minero-energético y a la continua expansión de la demanda interna. En línea con lo anterior, y considerando el tono más expansivo de la política monetaria, prevemos que el peso colombiano se mantendrá relativamente estable frente a su nivel actual durante el resto de 2012, retomando la tendencia a la apreciación el año entrante (Tablas 1 y 2). En todo caso,

el comportamiento de la moneda local seguirá fuertemente condicionado a la evolución de las tensiones financieras alrededor de la crisis fiscal en Europa, lo cual podría generar una fuerte depreciación en caso de un incremento brusco en los niveles de aversión al riesgo global.

Gráfico 7

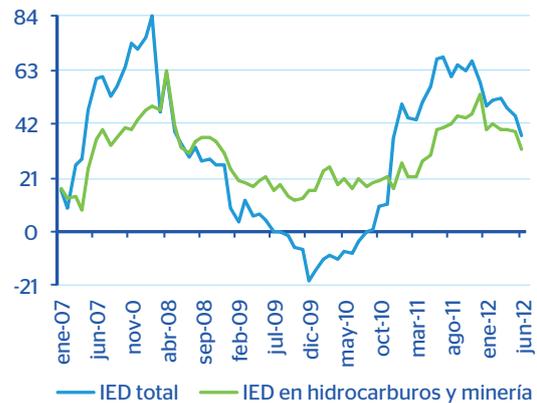
**Índice tasa de cambio**  
Colombia y Latam (Base 14/09/10 =100)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 8

**Inversión extranjera directa**  
(acum. 12 meses, var. % anual)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

## 4. Banco central aprovechará el espacio para profundizar su postura expansiva

### La inflación se modera más de lo esperado en medio de la desaceleración en los precios de los bienes básicos

La inflación ha demostrado una clara tendencia a disminuir en los últimos meses traduciéndose en mejoras en las expectativas, las cuales se encuentran ancladas en el rango meta del banco central. En julio, el incremento anual de precios se ubicó en 3,0% comparado con la tasa del 3,7% observada a finales de 2011 (Gráfico 9). Este resultado se explica principalmente por la desaceleración de los precios de los bienes y servicios regulados y la moderación en los precios de los alimentos como resultado de la normalización de las condiciones climáticas a nivel local. De la misma manera, los indicadores de inflación básica sugieren presiones contenidas de demanda, mostrando relativa estabilidad en los últimos meses (Gráfico 10). La revisión a la baja en nuestra proyección de precios del petróleo, en conjunto con los datos menores de lo previstos en lo corrido del año y la moderación esperada en el crecimiento de la demanda interna, nos llevan a reducir nuestro pronóstico de inflación de 3,4% a 3,0% en 2012 y de 3,3% a 3,2% en 2013.

Adicionalmente, los riesgos inflacionarios y los posibles desequilibrios financieros vinculados a un crecimiento excesivo del crédito se han venido moderando, en línea con lo esperado. Esto se explica principalmente por una menor dinámica en la cartera comercial, pero también por el menor impulso del crédito de consumo, que pasó de aumentar a tasas reales de 24% anual a comienzos de 2012, a una tasa por debajo del 20% en mayo. Adicionalmente, las encuestas recientes revelan un incremento en los requisitos para la asignación de créditos por parte de las entidades bancarias, con lo esperamos que el crédito continúe en una senda de moderación hacia tasas de crecimiento más sostenibles.

Gráfico 9  
**Inflación total y de alimentos (Var. % anual)**



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 10  
**Indicadores de inflación básica (Var. % anual)**



Fuente: DANE y BBVA Research

De esta manera, el principal riesgo al alza sobre la previsión de inflación para 2012-2013 surge de posibles presiones sobre los precios de los alimentos, debido al repunte reciente en los precios internacionales de algunos productos alimenticios, determinado por problemas de oferta vinculados con la fuerte sequía en Estados Unidos y la menor producción en otros grandes exportadores. También se enfatiza la mayor probabilidad de ocurrencia del fenómeno del Niño a comienzos de 2013, lo cual afectaría la productividad de los cultivos, con efectos rezagados sobre los precios de los alimentos en el país. El impacto de este fenómeno sería de carácter temporal, dependiendo de su efecto sobre las expectativas de inflación, y estaría determinado por la intensidad del evento climático, aunque se estima que su magnitud sea inferior a la de eventos pasados.

## Política monetaria gira hacia una postura expansiva dando una fuerte señal de apoyo a la actividad

Ante el aumento de las tensiones financieras globales, el Banco de la República optó por un cambio en su postura monetaria, reduciendo su tasa de interés de referencia en 25pb en julio. A pesar de cierta incertidumbre acerca de la inminencia de esta medida debido a los dilemas recientes de política, el movimiento estuvo en línea con lo anticipado, enviando una clara señal de apoyo a la actividad económica ante los riesgos provenientes del entorno externo y las señales de una moderación mayor de la esperada en la demanda doméstica.

El nuevo sesgo de la política monetaria mostró la flexibilidad del instrumento monetario para responder a los cambios en el escenario económico, sin dejar de dar una señal de cautela frente al dinamismo del crédito y a posibles presiones en los mercados de activos, en un contexto de tasas de interés por debajo de sus niveles promedio históricos. Sin embargo, la moderación reciente en estos riesgos, reflejada principalmente en un menor ritmo de crecimiento del crédito, así como el buen comportamiento de la inflación, generó el espacio necesario para iniciar un nuevo ciclo de relajación de la política monetaria, en línea con las acciones de otros bancos centrales de la región y de otros países emergentes.

Adicionalmente, en su balance, el Emisor habría considerado la situación de algunos sectores de la economía, industria y agro, principalmente, que al tener una mayor exposición al comercio, se han visto afectados en mayor proporción por la desaceleración externa, sumado a factores específicos que han determinado un crecimiento menor al esperado y por debajo del resto de la economía. En este sentido, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público ha anunciado su interés en implementar algunas medidas para enfrentar la desaceleración de estos sectores de la economía, en parte buscando compensar los efectos que estaría ejerciendo la apreciación del tipo de cambio. Un

complemento a estas medidas según la autoridad y los gremios involucrados sería una ampliación de la intervención del banco central en el mercado cambiario, aunque por ahora no se ha logrado un consenso entre los miembros de la Junta respecto a la necesidad de combatir la apreciación del peso en el escenario externo actual.

Consideramos que la discusión sobre las mejoras en la competitividad de sectores específicos de la industria y el agro debe efectivamente ir más allá de los temas de intervención cambiaria en línea con la intención del Ministerio de Hacienda de implementar medidas de apoyo sectorial. La discusión debería centrarse en cómo elevar la competitividad de estos sectores en un ambiente de apertura a los mercados internacionales con encarecimiento de los costos laborales y los bajos niveles de infraestructura y capacidad logística. Es necesario por el bien de la estabilidad macroeconómica y la postura del país ante las calificadoras internacionales y los organismos multilaterales separar la discusión de la competitividad sectorial de la del nivel óptimo de reservas internacionales que se está dando recientemente.

## **Banco central implementaría al menos un recorte adicional de la tasa de referencia en lo que resta de 2012**

Con la última reducción de la tasa de referencia a 5,0% y considerando que en la misma reunión del banco central algunos codirectores votaron por un recorte más agresivo para impulsar la actividad, esperamos una profundización de la postura expansiva de la política monetaria en los próximos meses. En efecto, el más reciente comunicado del banco central sugiere una clara determinación para contrarrestar la desaceleración de la economía y enfrentar la turbulencia externa. Lo anterior permite prever al menos un recorte adicional en la tasa de interés, ubicándola en 4,75% al finalizar el año. Esta postura expansiva de la política monetaria se mantendría hasta el segundo semestre de 2013, cuando esperamos una dinamización del crecimiento en medio de la recuperación en el entorno internacional. En todo caso, consideramos que la autoridad monetaria seguirá muy atenta a la evolución de la crisis de deuda en Europa, así como a los riesgos de una transmisión mayor a la economía colombiana, dependiendo en parte de la recuperación de la inversión pública y la resolución de los factores temporales que han acentuado la moderación en algunos sectores de la economía. La disminución en las expectativas y las presiones inflacionarias contribuirá a mantener una rápida capacidad de reacción en caso que sean necesarios ajustes adicionales en la tasa de interés.

## **5. Mejoras en las cuentas fiscales pero estructuralmente falta camino por recorrer**

### **Mejoras en las cuentas fiscales: una combinación de recaudo y eficiencia**

Las cifras fiscales han continuado con su consolidación iniciada en 2010. Las mejoras administrativas en el recaudo tributario, la eliminación de algunas deducciones tributarias a partir de 2011 y la dinámica de la actividad interna, han permitido continuar con la senda decreciente del desbalance fiscal. Los ingresos tributarios derivados de la actividad interna (excluyendo petróleo e importaciones) han crecido entre 2010 y 2012 en 1,3% del PIB, traduciéndose en una reducción similar en el tamaño de déficit fiscal de la Nación. De igual forma, el proceso de apreciación cambiaria ha derivado en un menor pago de intereses de las colocaciones de deuda más recientes, reduciendo a su vez la presión sobre el déficit fiscal del Gobierno Central.

Es así que estimamos que el Gobierno Central finalizará 2012 con un déficit fiscal de 2,5% del PIB, que se reduciría en 2013 a 2,1% ante una menor presión de los gastos de transferencias (Gráfico 11). La menor presión fiscal facilitó la decisión del Gobierno de posponer la venta de 10% de la compañía

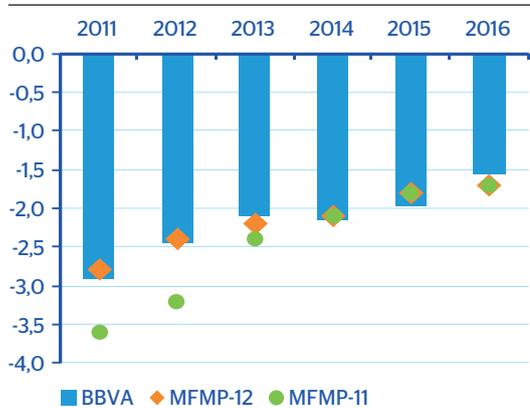
de petróleos estatal, Ecopetrol, que sin embargo no es pieza fundamental de la consolidación fiscal de mediano plazo. A futuro esta consolidación fiscal permite que Colombia cuente con espacio para activar su política contracíclica, en caso de un deterioro en el escenario externo (ver sección 6).

### Aplazamiento de la reforma tributaria con impacto fiscal menor, pero con efectos sobre el diseño estructural de mediano plazo

La consolidación fiscal de mediano plazo es independiente de reformas estructurales anunciadas previamente por el Gobierno. La reforma tributaria, que busca la eliminación de algunos beneficios tributarios y pretende una mayor equidad en el recaudo tributario, ha sido pospuesta temporalmente por el Gobierno y no es claro si alcanza a ser presentada antes de fin de año. Si bien el objetivo de la reforma no es lograr una mayor consolidación fiscal, los principios que busca reformar constituyen una debilidad estructural de la economía colombiana. La estructura del presupuesto nacional hace que el gasto del gobierno sea inflexible, impidiendo atender de forma más expedita las necesidades de los gobiernos de turno. Por su parte la estructura de los impuestos al consumo y las múltiples deducciones a los impuestos a la renta (Gráfico 12), imponen un carácter regresivo sobre el estatuto tributario.

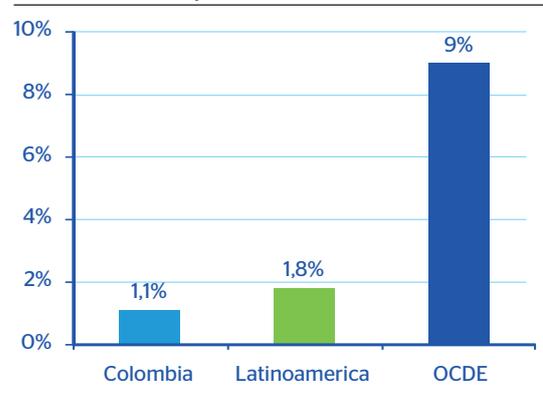
Algunas firmas calificadoras de riesgo soberano han resaltado la necesidad de contar con un estatuto tributario más flexible, condicionando incluso una revisión a la calificación del soberano, entre otros factores, a una mayor flexibilización del presupuesto de la nación. Es así que si bien la postergación de la reforma tributaria no afectaría en el largo plazo la senda decreciente del déficit del Gobierno Central, su aplazamiento retrasaría el objetivo de obtener un estatuto tributario más equitativo y transparente y podría poner en espera una mejora adicional de la calificación crediticia.

Gráfico 11  
Déficit fiscal Gobierno Nacional Central (% PIB)



Fuente: Minhacienda y BBVA Research. Nota: MFMP, Marco Fiscal de Mediano Plazo 2011, 2012

Gráfico 12  
Recaudo de impuesto sobre la renta de personas naturales (% PIB, 2010)



Fuente: Jorratt (2010) y Banco Mundial

### Presupuesto 2013 mantiene crecimiento en gasto de inversión, priorizando en defensa y vivienda

El presupuesto de la nación de 2013, presentado a discusión en el Congreso recientemente, responde a la senda de consolidación fiscal del Gobierno Central. Con un incremento moderado de 9,4% a/a excluyendo pagos de deuda (0,1% como proporción del PIB), el presupuesto mantiene una distribución similar en el gasto de los principales sectores, en donde defensa, educación y protección social son los rubros con mayor participación en el gasto. Del componente flexible, el de la inversión, se destaca su incremento de 0,2% del PIB dirigido principalmente a los sectores de defensa y vivienda, el primero respondiendo a los recursos que recibe el sector por concepto de

impuesto al patrimonio y el segundo ante el impulso que le busca dar el Gobierno a la vivienda de las personas de menores ingresos. De igual forma se incrementan los recursos destinados para atender la reconstrucción de la infraestructura ante los daños causados por la ola invernal.

El sector de vivienda incrementa sus gastos de inversión en 53% frente a 2012, incrementando su participación a 5% del total del presupuesto. Este incremento responde al programa iniciado en 2012 para subsidiar la totalidad del valor de la vivienda de 100 mil familias en el área urbana, la continuación de los programas de subsidio a la tasa de interés, e inversiones para el mejoramiento de la red de acueducto urbana.

En materia de infraestructura, el presupuesto contempla un crecimiento de 12,8% (0,06% del PIB), siendo las obras derivadas de la reconstrucción tras la ola invernal de 2011 y la continuación en la inversión vial, las que mayores recursos representan. No obstante su crecimiento como proporción del PIB es menor, por lo cual su impulso en 2013 es contingente a una mejor ejecución antes que de un aumento en los recursos del estado.

### Recuadro 1. Papel de las obras civiles en el crecimiento económico

La inversión en obras civiles ha aumentado gradualmente su participación en el PIB y en la demanda interna, desde un 4,7% y 4,2%, respectivamente, en 2000 hasta un 6,8% y 6,2% actual. La mayor expansión de este rubro se concentró en el período entre 2005 y 2009, logrando una tasa promedio anual de 11,4%. Justo en este último año la inversión y el consumo público fueron decisivos para garantizar una tasa de crecimiento positiva de la economía. Si excluyéramos las obras civiles y el gasto corriente del Gobierno, el PIB de 2009 habría registrado una contracción de 0,1% en lugar de un incremento de 1,7%. Asimismo, el PIB sin obras civiles habría crecido sólo 0,9%, la mitad del resultado observado en el total del PIB.

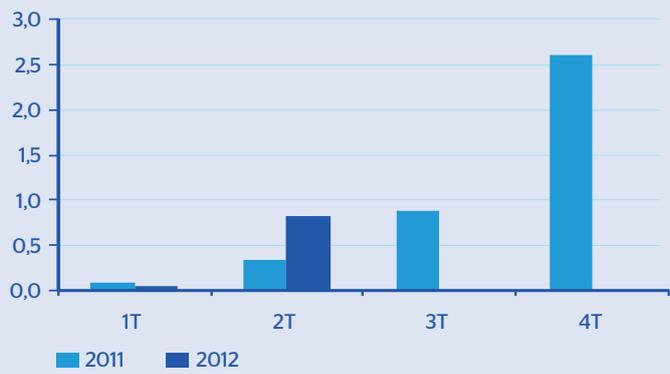
No obstante, este desempeño positivo se ha interrumpido en los pasados dos años, con una caída de 2,0% en 2010 y un repunte menor del esperado de 6,7% en 2011, resultado que además fue impulsado por la baja base estadística de un año atrás. En 2012, la inversión en obras civiles fue determinante en la moderación del crecimiento del PIB del primer trimestre, pues con una caída de 8,1% anual reforzó el proceso de desaceleración. En este orden de ideas, la discusión reciente se ha centrado en la capacidad de ejecución de la inversión pública, puesto que según el presupuesto de la Nación y los entes territoriales existen recursos amplios de inversión pública.

En términos metodológicos existe una discusión sobre la calidad de las cifras por la forma en que se mide el indicador de inversión en obras civiles ya que se contabiliza de acuerdo con los pagos hechos por entidades oficiales y otras empresas a los contratistas, pero no necesariamente con los avances de las obras.

A junio la ejecución de los pagos por inversión se ubicó en sólo el 19,8% de lo planeado para ese momento, cifra significativamente menor frente a los pagos realizados en los demás rubros de funcionamiento que es cercana al 50%. Para el sector de infraestructura, los pagos realizados en el primer trimestre de 2012 por el Gobierno Central fueron inferiores a los realizados un año antes (Gráfico 13). Adicionalmente, el cambio en el sistema de licitación de proyectos viales desincentiva el otorgamiento de anticipos monetarios por parte del Gobierno hacia los concesionarios, explicando en parte la moderación de las obras civiles en 1T12 a pesar del inicio de importantes obras de infraestructura vial Nacional por un valor de 3,6bn COP. No obstante, para el segundo trimestre de 2012 los datos ya observados de ejecución muestran un mejor comportamiento frente al observado en el mismo trimestre de 2011.

Gráfico 13

Pagos trimestrales del Gobierno Central en obras de infraestructura (bn COP de junio de 2012)



Fuente: Minhacienda y BBVA Research

Gráfico 14

Pagos trimestrales de las alcaldías de Bogotá, Cali, Medellín y Barranquilla en obras de infraestructura (bn COP de junio de 2012)



Fuente: Contaduría General de la Nación y BBVA Research

En materia de Gobiernos territoriales, la modificación al sistema de regalías y el inicio de las administraciones locales han derivado en una ejecución poco dinámica en el inicio de año. Acompañando la moderación en 1T12 en el gasto de infraestructura del Gobierno nacional, los Gobiernos locales (representado en el gráfico 14 por las cuatro principales ciudades capitales), redujeron el valor de la inversión realizada frente a la observada en 1T11. Para 2T12 se observa una dinámica similar a la del mismo trimestre de 2011, por lo cual el comportamiento del sector estará impulsado principalmente por los avances que realice en la materia el Gobierno Central.

Nuestras previsiones de crecimiento tienen en cuenta una rápida recuperación de las obras civiles a partir del segundo trimestre del año, en línea con los datos positivos de ejecución fiscal y otros indicadores líderes. Por ejemplo, los despachos de cemento hacia constructores y contratistas, Gobierno y concreteteras crecieron 39%, 23% y 16% anual, respectivamente, en lo corrido del año hasta junio, reflejando un alto nivel de actividad en la construcción, tanto de edificaciones como obras civiles. En este sentido, el PIB sin obras civiles en la segunda mitad de 2012 y en 2013, con tasas de 3,7% y 4,0% anual, crecería por debajo del resultado esperado en el PIB total, 4,1% y 4,4% anual.

En conclusión, los indicadores recientes de gasto fiscal en inversión y despachos de cemento muestran un dinamismo positivo del sector de la construcción. La mayor incertidumbre viene por cuenta de la ejecución de los recursos, más que de la disponibilidad de los mismos. Por lo tanto, un riesgo idiosincrásico de nuestras previsiones de crecimiento viene por cuenta de la menor capacidad de los entes nacionales y regionales para licitar, iniciar y pagar a los contratistas los proyectos de infraestructura planeados actualmente, los cuales sumarían un máximo histórico de inversión si se llevan a cabo.

## 6. Buenos amortiguadores frente a un deterioro del contexto global, pero el impacto sería sustancial

### El principal riesgo de la economía colombiana es un deterioro más profundo de la situación global

Una recesión más fuerte y prolongada en la Zona Euro, con un efecto contagio sobre Estados Unidos y otras economías desarrolladas, tendría efectos considerables sobre la valoración global de las materias primas, el flujo externo de capitales y el comportamiento de la confianza interna en Colombia. En este escenario, un mantenimiento del impulso minero-energético sobre el crecimiento, al estilo de lo observado en los años recientes con base en la estructura de inversión de largo plazo que caracteriza al sector, y una mayor ejecución de la inversión pública serían decisivas para enfrentar el choque externo y acotar los efectos negativos sobre la demanda doméstica. Asimismo, la experiencia del sector privado con las crisis globales del pasado les ha permitido a los consumidores e inversionistas mantener niveles de gasto moderados en situaciones extremas, como lo ocurrido en 2008 y 2009, reduciendo la probabilidad de ajustes drásticos en la demanda interna. Aún así, es necesario estar alerta al desempeño de la demanda interna en los próximos meses, dado que ya se está evidenciando un deterioro leve de la confianza local, explicado en su mayor parte por la respuesta a la incertidumbre global.

Nuestros modelos de estimación proyectan que bajo este escenario más adverso para la economía colombiana, ésta seguiría teniendo tasas de crecimiento positivas y superiores al 3% en promedio en el período 2012-2014, con un crecimiento en 2013 por encima del observado en el episodio de Lehman Brothers, a pesar de la recesión esperada en Europa y Estados Unidos.

Un déficit de la cuenta corriente ampliamente financiado y un tipo de cambio flexible reducen el riesgo de una caída abrupta en el gasto privado. Dentro de los amortiguadores para enfrentar un escenario global más adverso serán determinantes la capacidad de ajuste del tipo de cambio mediante una depreciación que contribuiría a moderar los efectos de una menor demanda externa sobre el sector exportador y la existencia de una adecuada posición externa como una línea de crédito flexible con el Fondo Monetario Internacional por USD6.000 millones que permitiría enfrentar una escasez abrupta de financiamiento en los mercados globales. Al igual que en el anterior episodio de turbulencia 2008-2009, la flexibilidad cambiaria permitiría al banco central priorizar el estímulo a la demanda interna mediante una reducción adicional en su tasa de interés, aunque con un margen más reducido. Por su parte, el déficit del Gobierno Nacional Central de 2012 será similar al que el país contaba antes del episodio de turbulencia externa, por lo cual se contaría con el espacio fiscal para atender una contracción en la actividad local.

### Saludables balances de las familias y las empresas permitirían hacer un ajuste ordenado

La carga financiera de los hogares presentó un incremento durante 2011, que sin embargo se moderó en el último mes del año. El servicio de la deuda como proporción de los salarios de los hogares se ubicó en 15,2% (BanRep, 2012), con un aumento marginal entre 2010 y 2011 para los créditos hipotecario y de consumo, nivel sin embargo menor frente al presentado a final de la década de los noventas. En materia hipotecaria, la carga financiera de los créditos de vivienda representa tan sólo el 2% de los ingresos de los hogares, indicador que en conjunto con la baja profundización del crédito hipotecario (4% PIB) permiten descartar la posibilidad de contagios al sector hipotecario o al sector financiero, y pronostican estabilidad en las cuentas financieras de los consumidores en caso de un escenario adverso.

El sector privado por su parte ha disminuido su posición de endeudamiento en moneda extranjera frente al observado a inicios de la década de 2000, cuando el sector privado se encontraba resurgiendo de la crisis interna. La deuda externa del sector privado se encuentra en 10% del PIB frente a 16% en 1999, mientras que la deuda del sector corporativo es la mitad de la observada en 1999, reduciendo la exposición del sector privado a la turbulencia externa o posibles restricciones en el financiamiento externo.

## 7. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012	2013
PIB (% a/a)	4,0	5,9	4,1	4,4
Consumo Privado (% a/a)	5,0	6,5	4,1	4,5
Consumo Público (% a/a)	5,5	2,6	3,3	3,5
Inversión Fija (% a/a)	4,6	16,7	7,7	6,8
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,7	3,0	3,2
Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	1926	1934	1800	1810
Tasa de Interés (% fdp)	3,00	4,75	4,75	5,25
Balance Fiscal (% PIB)	-3,9	-2,9	-2,5	-2,1
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-3,0	-3,0	-2,4

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	3,50
T2 11	5,1	3,2	1783	4,25
T3 11	7,5	3,7	1836	4,50
T4 11	6,1	3,7	1934	4,75
T1 12	4,7	3,4	1766	5,25
T2 12	3,9	3,2	1793	5,25
T3 12	3,6	3,0	1780	4,75
T4 12	4,1	3,0	1800	4,75
T1 13	4,1	3,0	1760	4,75
T2 13	4,3	3,0	1730	4,75
T3 13	4,6	3,1	1750	5,25
T4 13	4,8	3,2	1810	5,25

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

**Juan Felipe Duarte**

juanfelipe.duarte@bbva.com

**Mariajosé Argote**

---

**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 (i)**

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

**Julián Cubero**

juan.cubero@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