

# Situación Colombia

Cuarto Trimestre 2012  
Análisis Económico

- **El crecimiento global tendrá un mejor desempeño en 2013**, apoyado por las medidas de política de los Bancos Centrales y las autoridades Europeas.
- **La economía colombiana crecerá 4,3% y 4,4% en 2012 y 2013.** La desaceleración de la demanda privada será compensada por la mayor ejecución de las obras civiles.
- **El Banco Central continuará atento a la situación global y su transmisión a la actividad local.** Por su parte el tipo de cambio continuará presionado por los flujos de inversión extranjera directa y la mayor liquidez internacional.
- **Las cuentas fiscales continuarán su consolidación**, por su parte la inversión pública prolongará su dinamismo en lo que resta de 2012 y en 2013.

## Índice

|   |    |
|---|----|
| 1. Resumen.....   | 3  |
| 2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la FED.....   | 4  |
| 3. Economía colombiana crecerá 4,3% y 4,4% en 2012 y 2013, respectivamente, con un mayor impulso de la demanda pública..... | 7  |
| Recuadro. Revolución del transporte en Colombia: ambiciosos proyectos mejorarán la calidad del transporte interno .....     | 11 |
| 4. Banco central mantendría pausa monetaria hasta segundo semestre de 2013 .....  | 13 |
| 5. Capacidad de reacción local elevada ante un deterioro de la situación externa.....                                       | 16 |
| 6. Tablas .....   | 17 |

Fecha de cierre: 20 de noviembre de 2012

## 1. Resumen

**La decidida intervención de los principales bancos centrales de los países desarrollados ha acotado la probabilidad de un escenario de riesgo sistémico.** El BCE ha disipado los temores sobre la irreversibilidad de la moneda común y tiende un puente para que se continúe avanzando hacia un nuevo marco institucional. La inyección de liquidez por parte de la Reserva Federal se adelanta al potencial impacto que podría tener un intenso ajuste fiscal en ese país a principios del próximo año. En síntesis, la incertidumbre global ha retrocedido. En este contexto, prevemos que la economía mundial seguirá recuperándose gradualmente, con tasas de crecimiento de entre el 3% y el 3,5% en 2012 y 2013.

**En el primer semestre de 2012 la economía colombiana creció 4,8% anual,** con un impulso importante de las obras civiles a partir de abril.

**En Colombia se revisó ligeramente al alza la previsión de 2012, de 4,1% a 4,3%, y mantuvimos sin cambios la perspectiva de 2013 en 4,4%.** Estas previsiones se basan en un fuerte crecimiento de la inversión en los dos años, más que duplicando la variación del PIB, y en un incremento del consumo privado en línea con el nivel del PIB, compensándose en parte por una más alta contribución negativa de la demanda externa neta.

**El balance de los indicadores líderes anticipa una mayor desaceleración de los componentes privado y externo en lo que resta del año y en 2013.** Los hogares han aumentado su temor a perder el empleo y, como consecuencia, mantienen una menor disposición al gasto, lo cual reforzará el menor dinamismo de la inversión en la industria manufacturera. A las exportaciones, por su parte, le restará dinámica el menor precio internacional del carbón, algunos choques internos de oferta en el sector minero-energético y el menor comercio industrial con los países desarrollados.

**El crecimiento previsto para 2012 y 2013 depende críticamente del nivel de ejecución de la inversión pública en obras civiles.** Según nuestras previsiones, las obras civiles crecerán 9,7% en promedio en el período 2012-2013, generando un impulso sobre otros sectores relacionados y en el empleo no calificado. Estas cifras se basan en el mejor desempeño esperado de los gobiernos regionales y locales (los más rezagados en materia de gasto en la primera mitad de 2012) gracias a los mayores giros por regalías y en el presupuesto de inversión para 2013 que se aprobó recientemente.

La moderación en las cifras de crecimiento interno, en conjunto con el espacio monetario dado por el mantenimiento de los indicadores de inflación y de crecimiento del crédito bajo control, motivaron al Banco Central a una leve relajación monetaria en el tercer trimestre del año. **A futuro la recuperación del crecimiento interno y la mayor contundencia en las acciones de política de las autoridades económicas a nivel internacional, anticipan una recuperación mundial que no demandaría un impulso adicional de la política monetaria. De esta forma esperamos estabilidad en la tasa de interés en lo que resta del año, hasta el tercer trimestre de 2013.**

**El Banco Central enfrentará un dilema de política cambiaria en la segunda parte de 2013, con la mayor liquidez internacional y la recuperación de la demanda interna.** En este escenario el Banco de la República debería afianzar su intervención cambiaria, aunque limitado por no contar con los instrumentos suficientes de esterilización monetaria que eviten presiones inflacionarias.

**La probabilidad de un evento adverso en los países desarrollados se encuentra hoy más acotada.** Sin embargo de presentarse una recesión global más fuerte, el país contaría con los instrumentos para atajar los efectos locales de la desaceleración. Los estabilizadores automáticos del gasto público y la línea de crédito contingente del Gobierno con el FMI darían un soporte fiscal a la actividad, a su vez que el actual espacio de la política monetaria permitiría una reducción eficaz en la tasa de intervención del Banco Central. El déficit de cuenta corriente continuaría apoyado por flujos de Inversión Extranjera Directa, y amortiguado con la flexibilidad del tipo de cambio y la posibilidad de una eventual desacumulación de reservas internacionales.

## 2. Entorno exterior marcado por las decisivas medidas del BCE y la FED

### **Las decisivas medidas tomadas por los bancos centrales han aclarado el panorama global. Sin embargo, las políticas económicas han de seguir apoyando la recuperación**

Se espera que la economía mundial registre una progresiva mejora del crecimiento del PIB que lo lleve al 3,2% al cierre de 2012 y 3,5% en 2013. Esta suave expansión se apoya en la menor aversión al riesgo por las acciones tomadas por los bancos centrales, en especial por el BCE. A pesar de ello, se destacan tres factores que pueden deteriorar estas perspectivas. El primero y más preocupante es el resurgimiento de los problemas en Europa si volviesen los temores de ruptura del euro. El segundo, es la amenaza que pende en los EEUU por el llamado “precipicio fiscal”, un paquete automático de reducción del gasto público y de aumento de ingresos por valor del 4% del PIB a comienzos de 2013 y que empujaría a la economía estadounidense de nuevo a la recesión. El último sería una fuerte desaceleración de las economías emergentes, en particular de China, que a su vez arrastraría a aquellas basadas en la exportación de materias primas.

### **El resto de políticas económicas deberían aprovechar la ventana de oportunidad abierta por los bancos centrales**

En un entorno de elevada incertidumbre para la economía mundial, a lo largo de los últimos meses las autoridades de todo el mundo –y en particular los bancos centrales de la zona euro y los EEUU– han dado pasos significativos en sus respectivas áreas de responsabilidad. Las decisivas medidas tomadas han evitado que ocurriera un evento de riesgo sistémico comparable con los acontecidos a finales de 2008. Así, ambos bancos centrales han “construido puentes” para permitir que el resto de políticas macroeconómicas avancen hacia un nuevo marco institucional en el caso de Europa y hacia un nuevo pacto fiscal en los EEUU. Además, las medidas de la Fed se mantendrán mientras sea necesario para lograr una mejora del mercado laboral de EEUU, a su vez que las tomadas o anunciadas por el BCE están sometidas a diversos condicionantes. El estricto cumplimiento del ajuste fiscal es obligado en Europa, al tiempo que la mejora del mercado laboral es el objetivo en los EEUU.

### **BCE: “cueste lo que cueste”**

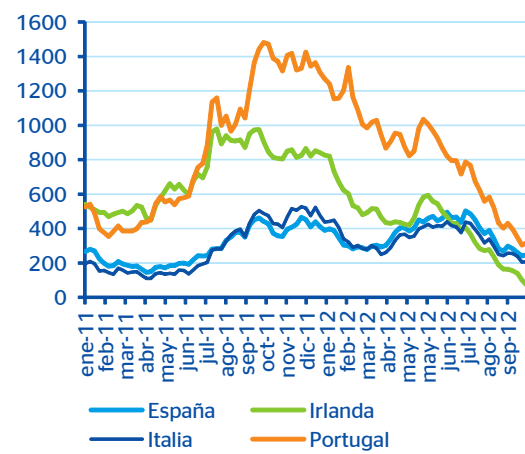
El BCE dió un paso decisivo para poner fin a la crisis de deuda en Europa cuando su presidente, Mario Draghi, anunció a finales de julio la puesta en marcha de un nuevo programa de compra de deuda pública en el mercado secundario (OMT, por sus siglas en inglés) bajo cierta condicionalidad. El movimiento del BCE vino después de la cumbre del Eurogrupo en junio en donde se llegó a acuerdos que reforzaban la unión monetaria: compromisos de supervisión bancaria común y estudio de planes de unión fiscal e incentivos al crecimiento. El anuncio de Draghi cumple el mandato del BCE de asegurar el funcionamiento de la política monetaria en el área, roto con las elevadas rentabilidades de la deuda pública de los países periféricos por la posibilidad de una ruptura del euro.

El movimiento del BCE fue más contundente de lo previsto y disipa los temores sobre la irreversibilidad del euro en su actual configuración. Así, las tensiones en los mercados financieros se han aliviado significativamente desde junio (ver Gráfico 1) e incluso no se han agravado a pesar de diversas incertidumbres en torno al cumplimiento de objetivos fiscales o calificaciones de deuda, por ejemplo.

El área del euro terminará disponiendo de un marco general que refuerce su gobernanza incluyendo una unión bancaria, unión fiscal y un prestamista de última instancia. Se ha progresado en todos estos frentes, quizá no lo suficiente para revertir la dinámica de fragmentación financiera, pero sí con el suficiente compromiso para pensar que lo peor de la crisis puede, por fin, haber pasado. En el corto plazo, el programa del BCE y el apoyo del MEDE bajo condicionalidad fiscal han creado instrumentos para resolver problemas de financiación en países como Italia y España. Al mismo tiempo, la adecuada implementación de los planes de unión bancaria y una definición adicional del diseño de la unión fiscal serán factores clave en la sostenibilidad de la zona euro en el largo plazo.

Gráfico 1

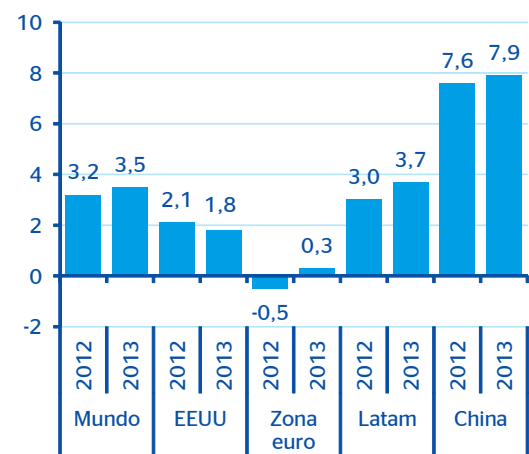
**Índice de Tensiones Financieras para países de la zona euro<sup>1</sup>**



Fuente: BBVA Research

Gráfico 2

**Crecimiento del PIB (%)**



Fuente: BBVA Research y Haver

**Fed: “el tiempo que sea necesario”**

La economía de EEUU crece, pero lo hace a tasas históricamente bajas y con tasas de desempleo aún elevadas. Ello es resultado del todavía elevado endeudamiento, que ha de irse absorbiendo, pero también de un entorno externo incierto en lo que se refiere a la resolución final de la crisis en Europa y, desde una perspectiva doméstica, de la falta de acuerdo sobre cómo reducir el elevado déficit público evitando un ajuste automático de ingresos y gastos que cada día se acerca más (precipicio fiscal).

En ese contexto, la Fed relajó adicionalmente la política monetaria en su reunión de septiembre. Anunció su intención de mantener los tipos de interés en los mínimos actuales por lo menos hasta mediados de 2015, un año más de lo declarado anteriormente. Pero para apoyar la mejora de expectativas del mercado laboral, también anunció una nueva ronda de expansión cuantitativa (QE) a través de la compra de cédulas hipotecarias (MBS), en un intento de mejorar las condiciones financieras para los hogares. Con esta política, la Fed está comprando un seguro frente al potencial impacto si se da un intenso ajuste fiscal automático que, en nuestro escenario central, esperamos que no se produzca por completo.

Los efectos potenciales del QE3 no se limitan a la economía estadounidense. Tal y como se observó en anteriores programas, las expansiones de liquidez provocan rápidamente entradas de capital a economías emergentes, reduciendo la prima de riesgo y los costes de financiación en estos países, estimulando la disponibilidad de crédito y con todo ello, sus tasas de crecimiento e inflación.

## La respuesta de los bancos centrales no basta para devolver la economía mundial a una senda de expansión sostenida

Con las medidas de política económica tomadas, la economía mundial puede haber evitado una desaceleración hasta la menor tasa de crecimiento de los últimos 30 años (salvo en la recesión de 2009), pero el escenario central sigue siendo de crecimiento moderado. Las economías avanzadas han estado perdiendo empuje desde 2011. Más recientemente, las economías emergentes también se han visto afectadas por la debilidad de las desarrolladas, aunque en algunos casos importantes, como en China y Brasil los últimos datos señalan que la actividad se está estabilizando.

No obstante, las medidas tomadas por los bancos centrales en los EEUU y en la zona euro han disminuido la probabilidad de un escenario de riesgo. En nuestro escenario base, el crecimiento en la zona euro se prevé que ganará empuje hacia 2013. Aunque el PIB de la zona euro decrecerá en 2012 (-0,5%), rebotará en 2013 (+0,3%). En EEUU, el crecimiento continuará alrededor del 2% en 2012 y 2013. La principal revisión a la baja en nuestro escenario de noviembre corresponde a China (0,2 pp en 2012 y 0,4 pp en 2013), aunque en ambos años esperamos que las políticas de estímulo mantengan su tasa de crecimiento cercana al 8% (Gráfico 2).

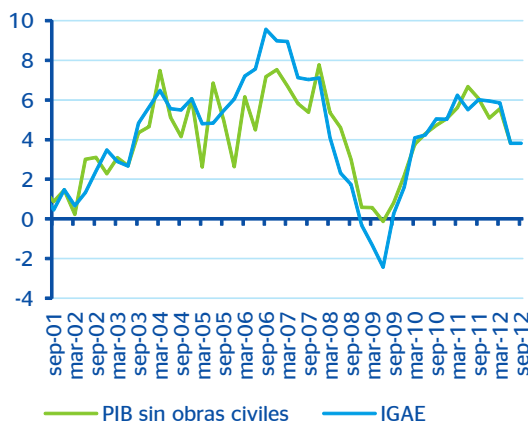
En conjunto, se prevé que la economía mundial continúe una suave recuperación con crecimientos entre el 3% y el 3,5% del PIB en 2012 y 2013. Este escenario depende de varios supuestos clave, y en particular que en el área del euro se implementen las políticas anunciadas para fortalecer la unión monetaria. En primer lugar, suponemos que las recientes discusiones sobre la supervisión financiera no afectarán sustancialmente a los acuerdos de junio, por lo que el círculo vicioso entre riesgo soberano y bancario quedará roto y la transmisión de la política monetaria, que en la zona euro está dirigida principalmente por bancos, se restaurará de nuevo. Segundo, suponemos que el mecanismo encargado de eliminar el riesgo de convertibilidad será activado, lo que reduciría los tipos de interés en las economías periféricas. Y ello sin que se puedan descartar bajadas más intensas si el área del euro progresa más rápidamente en su nueva configuración institucional y la implementación de los compromisos acordados.. Finalmente, en este escenario central, se considera que Grecia continuará siendo parte del euro, lo que en contrapartida requerirá apoyos desde Europa mediante una financiación adicional y/o un periodo más largo para cumplir con la condicionalidad fiscal exigida. Basados en experiencias pasadas, siendo cierto que existen riesgos de implementación, también lo es que las instituciones europeas tienden a encontrar soluciones a los problemas justo cuando el tiempo para ello se está acabando.

### 3. Economía colombiana crecerá 4,3% y 4,4% en 2012 y 2013, respectivamente, con un mayor impulso de la demanda pública

#### Revisamos nuestra previsión de crecimiento para 2012 y 2013 a 4,3% y 4,4%, respectivamente

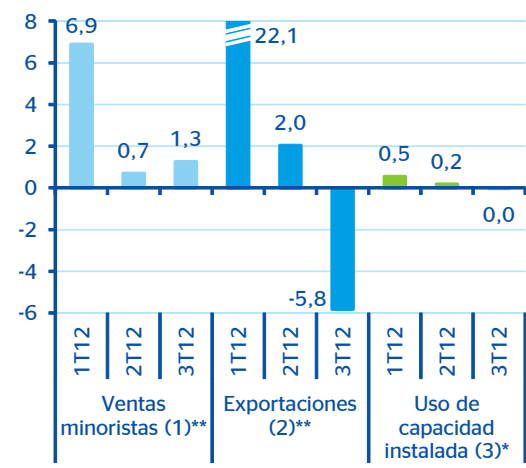
El balance de los indicadores líderes (según muestra nuestro Índice General de Actividad Económica –IGAE–) anticipa una mayor desaceleración de los componentes privado y externo en lo que resta del año y en 2013 (Gráfico 3). En el primer caso, los datos de confianza muestran un mayor temor de los hogares a perder el empleo y, como consecuencia, una menor disposición al gasto que se comprueba en los datos de ventas minoristas. Asimismo, los empresarios han reducido sus planes de inversión, según muestran las encuestas de expectativas y el bajo uso de la capacidad instalada, dejando el impulso de la inversión no residencial exclusivamente al sector minero (Gráfico 4). Aún así, este último sector es suficiente para consolidar un crecimiento superior al esperado en el gasto en maquinaria y equipo, en parte por la mayor inversión extranjera directa que entró durante este año y que se espera para 2013.

Gráfico 3  
IGAE vs. PIB sin obras civiles.  
Componente principal y variación anual, %



Fuente: BBVA Research

Gráfico 4  
Indicadores líderes de la economía.  
Var. anual (1) y (2) y desviación del promedio (3)



\* Desviación respecto al promedio histórico. Valor positivo significa elevado uso de la capacidad instalada. Para los demás es variación anual. \*\* Datos a agosto.  
Fuente: DANE, Fedesarrollo y BBVA Research

Las edificaciones privadas son el otro componente de la demanda privada que presenta una aceleración con respecto a los datos previos. En efecto, la culminación del elevado stock de construcción iniciado el año pasado aportará al PIB de 2012 cerca de 0,7 puntos porcentuales. Esto tiene que ver con la estructura de medición del valor agregado del sector, en donde prima la etapa de acabados y mampostería sobre las fases iniciales.

No obstante, las perspectivas de este sector para 2013 se deterioraron más de lo esperado, pues la tasa de reemplazo de las viviendas finalizadas ha sido inferior a uno. En este caso, primará lo que ocurra con las edificaciones comerciales, las cuales muestran una aceleración importante, sobre todo en oficinas y bodegas (Gráfico 5).

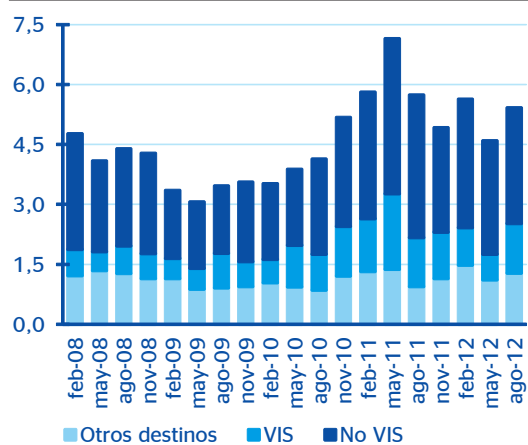
En el frente externo, la recuperación de las exportaciones ha estado condicionada por los cuellos de botella internos en la producción y distribución de petróleo y carbón. Asimismo, el crecimiento de China, por debajo de los valores de hace unos años, mantiene en niveles bajos los precios del carbón, conjuntamente con una evolución plana de las cotizaciones del petróleo WTI. Estas dos condiciones generan un desempeño negativo de las exportaciones de combustibles de 10% anual entre julio y agosto.

Por otra parte, las ventas externas industriales se han venido recuperando lentamente, explicadas exclusivamente por el mayor comercio regional, logrando un alza de 5,1% anual en los dos primeros meses del tercer trimestre (vs. 2,4% anual en 2T12). Sin embargo, la participación de estas exportaciones es inferior al 30%, con lo cual no lograrán compensar el comportamiento decreciente de los envíos minero-energéticos, dejando un panorama de mayor desaceleración para las exportaciones de cara al final del año y al inicio de 2013.

Un crecimiento equivalente al nivel potencial de la economía sólo sería posible si se verifican nuevas noticias positivas en materia de ejecución del gasto público en inversión. Al respecto, las expectativas son optimistas ya que los Gobiernos regionales y locales, los más rezagados en materia de gasto en la primera mitad de 2012, han empezado a recibir giros por regalías para proyectos específicos que se ejecutarán en los próximos trimestres. Asimismo, los presupuestos de inversión del Gobierno General para este y el próximo año establecen un incremento similar al del PIB nominal entre 2012 y 2013, de 7,4% en promedio, lo cual da espacio para que superando los niveles de ejecución de 2011, que fueron bajos, se garantice un aumento significativo del gasto en infraestructura.

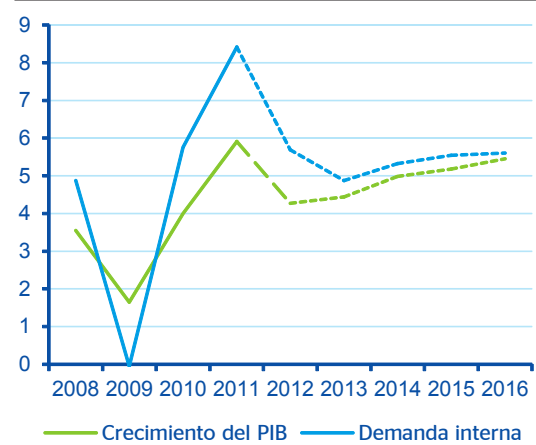
Con este panorama hemos revisado ligeramente al alza nuestra previsión de 2012 y mantuvimos sin cambios la perspectiva de 2013, aunque en ambos años hicimos correcciones en la composición del crecimiento (Gráfico 6). La tasa de 4,3% anual esperada para 2012, que aumentamos desde un 4,1% previo, se basa en un mayor incremento de la inversión, tanto pública como privada, hasta una tasa de 10,5% anual y en un crecimiento de 4,1% anual del consumo privado, equivalente a nuestra previsión en la anterior edición de Situación Colombia. Sin embargo, este comportamiento positivo será compensado en parte por una más alta contribución negativa de la demanda externa neta, la cual está explicada por el menor crecimiento de las exportaciones en un entorno de mayor fortaleza de las importaciones de bienes de capital.

Gráfico 5  
Licencias de construcción por destino.  
Millones de m2, acumulado trimestral



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6  
Previsiones del PIB y la demanda interna.  
Variación anual, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Por otra parte, nuestra perspectiva de 4,4% para 2013 se basa en la recuperación del consumo hasta una tasa de variación de 4,5% anual y de las exportaciones desde un 2,5% en 2012 a un



5,3% en 2013. Al contrario, las presiones a la baja se verifican en la inversión privada, residencial y en bienes de equipo, lo cual determinará un menor crecimiento de las importaciones y, por lo tanto, un aporte menos negativo de la demanda externa neta.

En perspectiva regional, Colombia se encuentra entre las tres economías con mayor crecimiento en los próximos dos años, sólo por detrás de Perú y Chile (Gráfico 7). Esto permitirá seguir consolidando al país como uno de los destinos en donde se mantiene la mayor dinámica de la inversión externa.

### Dinámica sectorial entre 2012 y 2013 favorecerá a la construcción y la minería

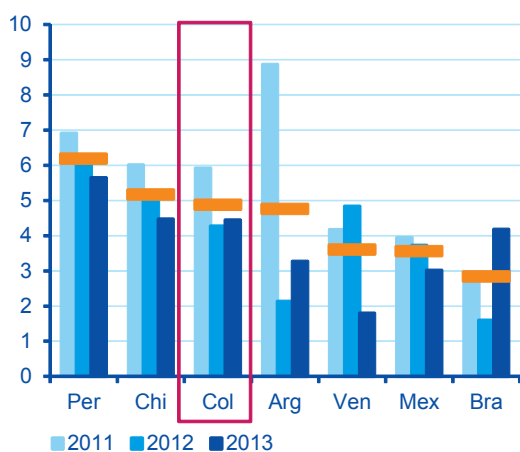
En 2012 los sectores de construcción, minería y financiero liderarán la expansión. La construcción estará impulsada tanto por las obras civiles como por las edificaciones residenciales, mientras que en la minería aportarán significativamente los metales preciosos, tales como oro y esmeraldas. Al contrario, sectores como comercio y energía crecerán por debajo del nivel del PIB, como resultado del menor consumo de los hogares, en bienes durables principalmente, y el bajo dinamismo industrial, respectivamente.

### La industria se mantendrá con crecimientos débiles en lo que resta del 2012 y 2013

El sector manufacturero ha tenido un crecimiento débil en lo corrido del año, de sólo 0,7% anual entre enero y agosto (Gráfico 8). Además, los datos adelantados, aunque muestran un mejor comportamiento a futuro, no reflejan un retorno a tasas de crecimiento superiores al 4% en 2012 y 2013. El balance de la industria se relaciona directamente con el comercio exterior y la menor demanda de los países desarrollados.

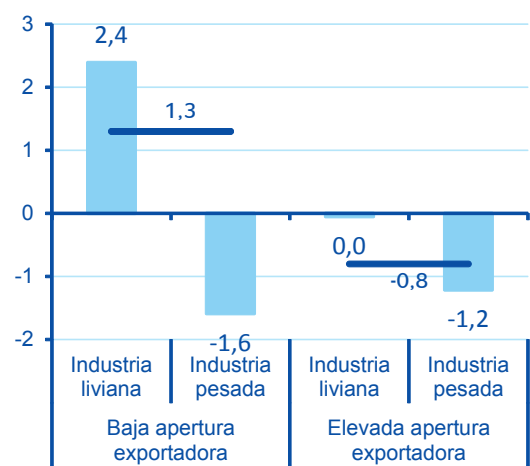
De hecho, el índice de confianza industrial es significativamente menor en las empresas exportadoras, además éstas registran mayores niveles de existencias y el menor indicador de pedidos entre todo el sector manufacturero. Sin embargo, es generalizada la caída de la industria pesada, tanto la que tiene alta exposición externa como aquella que tiene primordialmente un mercado interno. Esto tiene que ver con la desaceleración del consumo de bienes durables en Colombia (y otros países de la región) y la fuerte competencia importadora en la adquisición de bienes de capital.

Gráfico 7  
Crecimiento del PIB en países de LatAm.  
Variación anual, %



Fuente: BBVA Research

Gráfico 8  
Desempeño de ramas industriales.  
Variación anual año corrido a agosto, %



Fuente: DANE y BBVA Research

Esta diferenciación entre las ramas enfocadas al comercio interno y aquellas con preponderancia exportadora ha generado una fuerte heterogeneidad en la evolución de la estructura industrial, lo cual ha incentivado la actuación reciente de la política monetaria y la implementación de algunas estrategias públicas para apoyar a la industria. Entre ellas, la reducción de aranceles de las materias primas del sector, no producidas internamente, y la menor tarifa energética. Asimismo, ha provocado la gestión de una nueva reforma tributaria que tiene por objeto, entre otros, reducir las presiones tributarias sobre los sectores intensivos en mano de obra, tales como la industria, y promover la reducción de costos en los insumos agropecuarios, el otro sector que presenta los mayores rezagos en términos de crecimiento de la última década.

El débil desempeño industrial está determinando un deterioro del mercado laboral en los meses recientes, lo cual ha sido compensado parcialmente por la mayor creación de empleo en comercio, actividades inmobiliarias y transporte. No obstante, en el primero de los tres casos anteriores los trabajos son en buena parte informales, determinando un menor impulso para el consumo privado, en línea con las previsiones que presentamos más arriba. Además, la tracción que tienen el sector inmobiliario y el transporte podría frenarse, según anticipan la menor dinámica de las licencias de nuevas construcciones de vivienda y las exportaciones hacia los países desarrollados, conjuntamente con la prolongación de los choques temporales de oferta en el sector minero, amplio demandante de servicios de transporte.

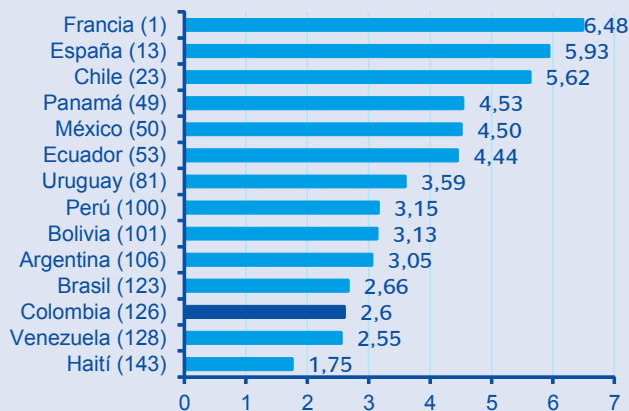
Los sectores que impulsarán el crecimiento en 2013 seguirán siendo la construcción y la minería. En el primer caso, habrá una mayor contribución de las obras de infraestructura y las edificaciones comerciales (ver Recuadro). En el segundo, se espera una recuperación del precio del petróleo WTI hasta niveles de USD 100 por barril y una aceleración de los planes de producción resultante de la Ronda Colombia, la cual adjudicará nuevos terrenos de exploración al final de este año e inicios de 2013. Se estima que los nuevos proyectos de hidrocarburos generen inversiones por USD 2.300 millones en la asignación de 109 bloques petroleros.

## Recuadro. Revolución del transporte en Colombia: ambiciosos proyectos mejorarán la calidad del transporte interno\*

Las restricciones presupuestales y las dificultades topográficas de los andes han hecho que el país se haya retrasado en materia de infraestructura de transporte. En 2012 Colombia se ubicó en el lugar 126 entre 144 países en calidad de transporte (gráfica 9), generando a su vez sobrecostos logísticos al comercio exterior. Colombia es el país más costoso de la región para transportar un contenedor estándar de 20 TEUs por 1808 USD (Banco Mundial) mientras que en otros países de la región y competidores directos en el mercado internacional el costo es mucho menor (1200 USD Venezuela, 450 USD Chile).

Gráfico 9

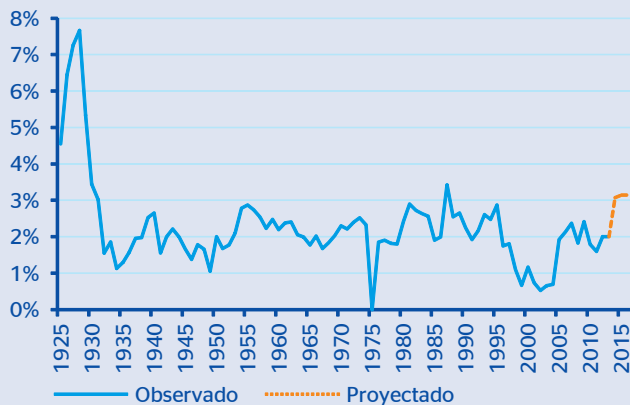
**Ranking de calidad de las infraestructura vial en países de la región (ranking entre 144 países y calificación, 7= máx.; 0= mín.)**



Fuente: World Economic Forum y BBVA Research

Gráfico 10

**Inversión pública y privada en infraestructura de transporte vial y férreo: 1925-2016 (p)**



Fuente: Ramírez (1999), GRECO (1999), DANE y BBVA Research

### La revolución en marcha: importantes obras de carreteras ampliarán la malla vial primaria

Ante las dificultades del transporte interno, la pasada administración del presidente Uribe y el actual presidente Santos han avanzado en la ampliación de la malla vial primaria. La pasada administración Uribe desarrolló los diseños de las llamadas "Autopistas de la Montaña" (o "Rutas de la Prosperidad") por 773 kms, así como en los trazados de la Ruta del Sol (1071 kms de doble calzada) que unirá el centro del país con la Costa Caribe.

La actual administración Santos se ha focalizado en reforzar el marco jurídico de las concesiones, haciendo más transparente el proceso de licitación con a través de la ley de Asociaciones Público-Privadas. De igual forma ha dedicado mayores recursos y tiempo mejorar la estructuración jurídica, financiera y técnica de los proyectos de infraestructura.

Una vez establecido el marco jurídico, la actual administración se encuentra pronta de presentar unos ambiciosos proyectos de infraestructura. La nueva generación de concesiones aprovechará el nuevo marco institucional y de financiación pública para invertir COP 43 bn. a partir de 2014 (cerca de 3% del PIB por año), cifra récord para la historia reciente colombiana (gráfica 10). Los proyectos buscan intervenir 8170 kms de carreteras, mejorando principalmente el transporte por carretera al interior del país.

El Estado también buscará modernizar la financiación de la infraestructura vial. El Gobierno busca financiar parte de la inversión a través del mercado de capitales, buscando flexibilizar y optimizar las alternativas de financiación, replicando esquemas exitosos puestos en práctica en otros países como Perú o Chile.

El futuro de la infraestructura es promisorio. El país cuenta con el marco jurídico, los recursos y voluntad política de revolucionar el transporte interno, así como de dinamizar la productividad y su crecimiento potencial de largo plazo.

\* Para profundizar sobre el tema ver Observatorio Económico "Revolución del transporte en Colombia" de noviembre de 2012.

## Déficit en cuenta corriente se mantiene acotado y financiado con inversión extranjera directa

Hemos revisado ligeramente al alza nuestra previsión del déficit en cuenta corriente para 2012 y 2013 de 3,1% a 3,3% del PIB y de 2,4% a 2,5% del PIB, respectivamente. Este cambio de perspectiva está asociado con las expectativas menos optimistas en materia de comercio exterior. De hecho, hemos reducido las exportaciones esperadas para 2012 desde USD 64 mM hasta USD 59 mM y las de 2013 de USD 69 mM a USD 68 mM. Además, estas menores ventas externas se darán en un contexto de fuerte crecimiento de las importaciones, principalmente las asociadas con las compras de bienes de capital para la minería.

La inversión extranjera directa se mantendrá dinámica en alrededor de 4% del PIB, acompañando el proceso de ampliación de la estructura productiva. En efecto, la tasa de inversión total pasará de 26,6% del PIB en 2011 a 29,1% del PIB en 2013. Este comportamiento de los flujos externos garantizará una acumulación de reservas internacionales este y el próximo año, aumentando los saldos externos en más de USD 3.600 millones en los dos años con respecto al valor de cierre de 2011.

## Esperamos mejoras adicionales en las cuentas públicas

Las cuentas fiscales han presentado un nuevo avance. Los ingresos fiscales a 3T12 sorprendieron al alza, principalmente los relacionados con los pagos del impuesto a la renta de empresas, continuando así las mejoras en recaudo tributario que han aumentado en 1,5% del PIB en los últimos dos años. Estas mejoras motivaron una revisión a la baja del déficit fiscal de 2012 de 2,4% a 2,1%, manteniendo el horizonte de mediano plazo de consolidación fiscal.

A futuro el desarrollo de la tributación y las posibles revisiones al rating crediticio serán contingentes al resultado del proyecto de ley de reforma tributaria. Si bien es prematuro analizar los efectos del proyecto, en materia de recaudo espera una neutralidad, buscando sin embargo flexibilizar el mercado laboral y equilibrar la carga tributaria en las personas naturales y jurídicas. Precisamente estos dos asuntos —la baja carga tributaria y las fallas en el mercado laboral—han sido señalados por las agencias calificadoras como factores que le restan dinamismo a la economía, por lo cual mejoras en ese campo podrían ser bienvenidas por las agencias calificadoras.

Las propuestas de reforma fiscal tienen tradicionalmente un componente de riesgo político, relacionado con las propuestas que puedan incluir algunos grupos de presión o el propio legislativo, por lo cual permanece dicho factor de riesgo sobre el éxito tributario de la reforma.

## 4. Banco central mantendría pausa monetaria hasta segundo semestre de 2013

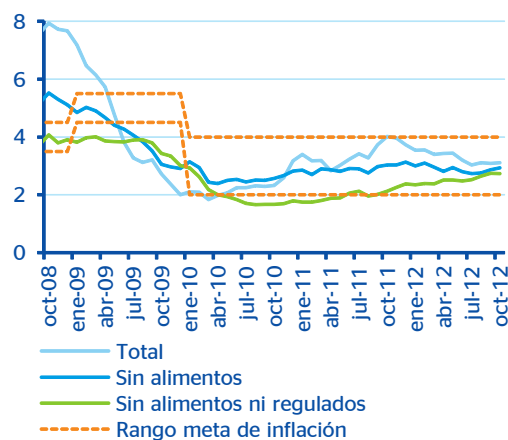
### Inflación en el punto medio del rango meta en 2013

Colombia ha continuado con el cumplimiento del esquema de inflación objetivo, manteniendo los precios dentro del rango meta de 2%-4% desde Junio de 2009. Los indicadores de inflación básica se encuentran controlados, inferiores al punto medio del rango meta (Gráfico 11). La inflación sin alimentos a septiembre se ubicó en 2,8%, inferior al 3,0% observado un año atrás. La moderación en los indicadores de inflación básica y de expectativas conducen a esperar una inflación marginalmente menor para el fin de año en 2,9%, manteniendo sin embargo en 2013 y en el mediano plazo una inflación cercana al punto medio del rango meta (Gráfico 12).

Los principales riesgos al alza a futuro se derivan del fenómeno del niño y el efecto inflacionario de la reforma tributaria. Con respecto al fenómeno del niño, las entidades meteorológicas a nivel nacional y suramericano han encontrado una menor probabilidad de ocurrencia. El fenómeno climático se caracteriza por generar unos niveles subnormales de lluvia, con consecuencias transitorias principalmente sobre los precios de los alimentos. La entidad meteorológica nacional (IDEAM) estima una probabilidad de 55% de ocurrencia del fenómeno del niño (anteriormente en 65% y en 81%), destacando que su severidad también sería menor a la inicialmente pronosticada. En todo caso, de presentarse el fenómeno, esto sucedería en el primer semestre de 2013, con efectos transitorios sobre los precios de los alimentos.

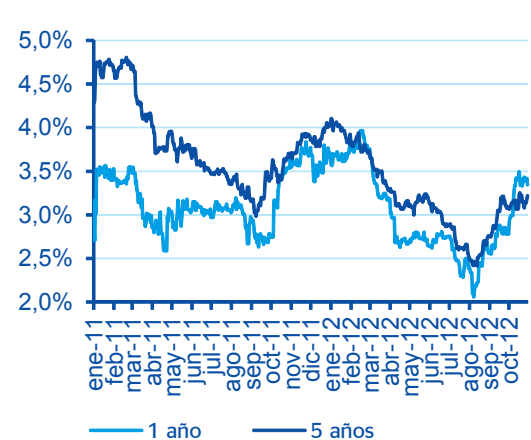
Con respecto al proyecto de reforma tributaria, la iniciativa propone simplificar el impuesto al valor agregado, reduciendo de siete a tres el número de tarifas (0%, 5% y 16%). Los productos de la canasta familiar (v. gr. alimentos) seguirían con la misma tarifa de 0%, por lo cual la reforma no tendría efectos relevantes sobre dicho componente. Los insumos agrícolas tendrían un impuesto del 5%, mientras que la tarifa máxima se conserva en 16%. Por otro lado introduce un impuesto al consumo, focalizado en productos de alto valor como los vehículos y teléfonos celulares, compensados por una reducción al IVA de dichos productos.

Gráfico 11  
Inflación total e indicadores de inflación básica: 2008-2012 (octubre)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 12  
Expectativas de inflación a 1 y 5 años (Implícita por curvas TES en UVR y pesos - Nelson-Siegel)



Fuente: Infoval y BBVA Research

De igual forma se reduce el impuesto a la gasolina en cerca de 200 pesos/galón (-2,3%), cuyo impacto previsto sería la reducción en los precios de los combustibles y de los regulados. Las tarifas propuestas de IVA han sido varias veces modificadas por el Gobierno, por lo cual el impacto neto en términos inflacionarios es aún incierto. En efecto, algunos grupos de presión y miembros del legislativo han buscado la reducción de algunas tarifas, por lo cual permanece cierta incertidumbre política sobre los efectos inflacionarios de la reforma.

## Presiones de apreciación sobre el peso colombiano se mantendrán

La postura de compras no esterilizadas ha sido la principal herramienta de intervención al tipo de cambio por parte del Banco Central. El nivel de compras a Octubre de 2012 (\$3,9 mm USD) ha sido superior al observado durante 2011 (\$3,7 mm USD). Dentro de los países de la región con esquemas de inflación objetivo, Colombia ha realizado una intervención más agresiva como proporción de sus reservas internacionales que Brasil, México y Chile, y tan sólo menor a la del Perú que igualmente registra un año récord de intervención.

La autoridad monetaria ha hecho saber que la intervención continuará hasta 2013, totalizando compras por \$3mm USD entre octubre de 2012 y marzo de 2013. Las intervenciones han sido apoyadas por el Tesoro de la Nación buscando recaudar los recursos del fondo de estabilización de regalías, apoyando a su vez al Banco Central con una postura verbal explícitamente a favor de un tipo de cambio menos fuerte.

A futuro, las medidas de relajamiento monetario en los países desarrollados y la gradual reducción de la aversión global al riesgo a medida que se avanza en la solución a la crisis en Europa, presionarán al alza a los tipos de cambio en América Latina. En Colombia, el peso se fortalecería, además, por la posible reducción en los impuestos a los flujos de portafolio propuesta en la reforma tributaria. En este escenario el Banco de la República seguiría interviniendo en el mercado cambiario, aunque restringido por su dificultad de esterilización y el tamaño de liquidez que puede otorgar a la economía, más aun en un entorno en donde la los agregados monetarios no podrían relajarse en exceso dada la esperada recuperación natural de la demanda privada esperada para la segunda mitad de 2013.

En efecto el Banco Central enfrentará un dilema monetario-cambiario, contando con escasos instrumentos para contener las presiones inflacionarias sin generar riesgos de apreciación cambiaria (ver sección Banco Central). Sin embargo muy probablemente el tesoro de la nación apoyaría al Banco de la República en su intervención cambiaria, optimizando la moneda de endeudamiento y realizando operaciones de compras esporádicas en el mercado cambiario como lo ha hecho en 2011-2012.

## Crédito crece sostenidamente aunque a menores tasas

El crédito ha continuado con su moderación, respondiendo aun a los incrementos de tasa de interés realizados a inicios de 2012, así como a la menor dinámica de la actividad. El crecimiento del crédito ha pasado de 17% a/a en Enero de 2012 a 12% en Agosto. Su moderación ha sido positivamente destacada por el Banco Central, resaltando que su tasa de crecimiento es sostenible frente a la observada en meses anteriores. En el mediano plazo su moderación debería continuar.

La cartera hipotecaria se debería ver afectada por la menor dinámica en la inversión residencial en 2013, mientras el crédito de consumo enfrentará una tasa de desempleo urbano con resistencia de bajar del 10% y una tasa de interés tope que permanece alta, restando expansión principalmente a las tarjetas de crédito. La cartera comercial tendría una recuperación en 2013, teniendo en cuenta que su desaceleración inició antes que las demás carteras aunque moderada por la lenta recuperación prevista de la inversión no residencial en 4T13.

## Decisiones de política monetaria dependerán de evolución de la situación externa y recuperación de la industria

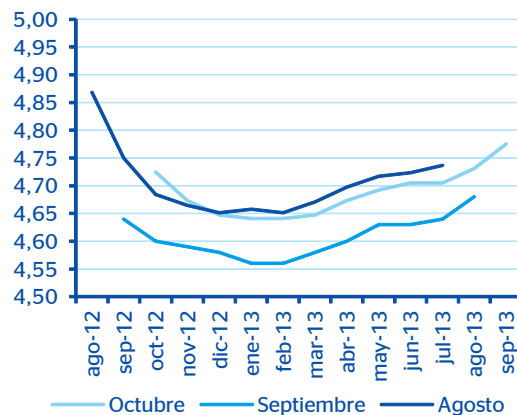
Con el menor dinamismo de la dinámica interna y los factores de riesgo externos, el Banco de la República realizó dos reducciones en sus tipos de interés en Julio y Agosto, rebajando la tasa de política en 50 pbs. El relajamiento monetario se ha explicado por la moderación de la actividad local, a su vez por la persistente debilidad de la actividad en los países desarrollados con efectos ya observadas sobre la industria y las exportaciones.

El relajamiento monetario ha sido apoyado con las compras de dólares no esterilizadas, que perdurarían hasta marzo de 2013 por un valor de 0,8% PIB. Dicha medida si bien tienen un mayor grado de incertidumbre sobre su transmisión al producto, equivale aproximadamente a una reducción de 15pbs en la tasa de intervención.

De manera reciente, en su reunión de octubre el Banco Central presentó un tono más positivo, destacando que si bien el 3T12 será menos dinámico que 2T12, esperan que el sector financiero, el mercado laboral y la confianza de los hogares dinamice la recuperación. De igual forma la preocupación sobre el escenario externo es menor destacando las acciones de política de las autoridades en los países desarrollados, aunque reconociendo que sigue siendo el mayor factor de riesgo para la actividad local.

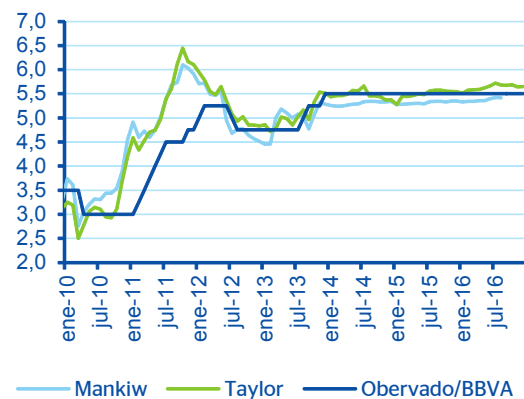
La visión más positiva local y externa, y el hecho de estar descontando unos datos menos dinámicos en 3T12, anticipan que no serían necesarios mayores recortes en los tipos de interés en el corto plazo (gráfico 13), aunque la postura de riesgo permanece, por lo cual las decisiones de política dependerán en buena parte de la evolución de la situación externa y su efecto sobre la recuperación exportadora de la industria.

Gráfico 13  
**Trayectorias esperadas promedio de la tasa de intervención según encuesta de expectativas mensuales del Banco de la República (%)**



Fuente: BanRep y BBVA Research

Gráfico 14  
**Tasa de intervención observada, esperada por BBVA y proyectada de acuerdo a reglas de política (Regla de Taylor y regla de Mankiw)**



Fuente: BanRep y BBVA Research

## Esperamos que Banco Central mantenga pausa hasta tercer trimestre de 2013

La pausa en la tasa de política finalizaría en 3T13 cuando esperamos que el estímulo monetario sea retirado, con un incremento inicial de 25 puntos básicos. En ese momento anticipamos unas perspectivas de crecimiento más consolidadas y una resolución más contundente en el escenario global. Las tasas de política finalizarían 2013 en 5,5%, la cual consideramos como tasa neutral de política monetaria (Gráfico 14).

Para la segunda mitad de 2013, sin embargo, el Banco Central se encontrará en el dilema de evitar rebrotes inflacionarios sin exacerbar las presiones apreciativas sobre el tipo de cambio ante el aumento de la liquidez mundial y los aun fuertes flujos de Inversión Extranjera Directa (IED). En este escenario el Banco Central continuaría con las intervenciones en el tipo de cambio, esperando a su vez ser apoyados por el Gobierno de la forma en que lo ha hecho a lo largo de 2013.

Sin embargo la capacidad de esterilización monetaria sería limitada, por lo cual los aumentos de liquidez deberían ser compensados bien sea con la puesta en marcha de los bonos del Banco central o el uso de medidas macroprudenciales con los costos de eficiencia financiera del caso. La primera alternativa resultaría menos costosa.

El Banco de la República cuenta con los instrumentos legales para realizar emisiones de bonos de control monetario, con los cuales pueda esterilizar las posibles futuras intervenciones. Su puesta en práctica todavía no es certera, posiblemente debido a que las autoridades están evaluando su idoneidad financiera, buscando que exista un tamaño de mercado suficiente para convivir con los actuales bonos TES y los esperados bonos de infraestructura. En todo caso presiones adicionales del tipo de cambio para 2013-2014 serían un catalizador para que la autoridad monetaria agilice la puesta en práctica de los bonos como instrumento de esterilización, evitando medidas más costosas y heterodoxas como las restricciones cuantitativas a los flujos de portafolio.

## 5. Capacidad de reacción local elevada ante un deterioro de la situación externa

El principal riesgo sobre el desempeño de la economía global es una profundización de la crisis de deuda europea, conjuntamente con la incertidumbre que podría generar un precipicio fiscal en Estados Unidos. Sin embargo, las acciones recientes de los bancos centrales, tanto en Europa como en Estados Unidos, hacen este escenario menos probable ahora.

Con todo, si se materializa este escenario de fuerte desaceleración del crecimiento mundial, en donde Estados Unidos y Europa entren en una recesión fuerte y prolongada, Colombia frenaría súbitamente su expansión. El principal canal de contagio son las exportaciones, tanto de materias primas valoradas a un menor precio internacional, como de bienes industriales por la menor demanda externa de países desarrollados. Así, las exportaciones pasarían de crecer 6,7% a 3,3% en promedio entre 2013 y 2014.

Asimismo, el menor dinamismo de la economía mundial determinaría una disminución del flujo de inversión extranjera directa hacia la economía, pasando de una entrada neta de USD 15 mM a una de USD 10 mM en 2013. Esto implicaría un choque de confianza sobre la demanda interna, aunque de menor magnitud al ocurrido en el período 2008-09, implicando una reducción en el dinamismo del consumo y, en mayor medida, la inversión privada.

Este ajuste sobre la demanda interna restringiría el crecimiento de las importaciones, pero en una escala inferior a la disminución de las exportaciones, con lo cual esperamos se amplíe el déficit en cuenta corriente hasta 3,7% del PIB en promedio en 2013 y 2014, en comparación con la previsión de 2,1% del PIB en el escenario central. Este mayor déficit externo, conjuntamente con la reducción de los flujos de capital, podría determinar una desacumulación de reservas internacionales de más USD 1.000 millones en los dos años, con respecto al cierre de 2012.

En todo caso, la devaluación del tipo de cambio de más de 23% en 2013 amortiguará los efectos negativos del entorno externo sobre la demanda doméstica y el financiamiento del Gobierno y el sector privado. Además, el comportamiento cambiario evitará un excesivo incremento del déficit en cuenta corriente, evitando llevar a cabo un ajuste adicional del gasto interno.



## Entorno externo más complicado y deterioro de la demanda privada local llevaría a reducciones adicionales de la tasa

Si bien el Banco de la República ha reconocido la menor probabilidad de un evento adverso en Europa, su postura continúa siendo de sesgo expansivo previendo riesgos potenciales de un mayor deterioro externo. Bajo este escenario la autoridad monetaria actuaría con diligencia reduciendo los tipos de interés a manera de política contracíclica, con la capacidad de mantener su tasa de interés real por debajo del 1% como ha sucedido en episodios anteriores de turbulencia internacional. La postura expansiva sería apoyada con contundencia por los miembros de la Junta del Banco Central, quienes en el pasado han apoyado en unanimidad el apoyo monetario en caso de eventos externos adversos.

La política fiscal tendría espacio limitado para apoyar el crecimiento económico en estos dos años, pues la desaceleración actual de la economía y de los recursos minero-energéticos plantean un amortiguador menos amplio en materia de ingresos tributarios en el transcurso de 2012 y 2013. En este sentido, BBVA Research espera que se implementen los estabilizadores automáticos en materia de construcción de infraestructura, pero descarta un aumento de la inversión pública más allá de lo considerado en el escenario central de nuestra previsión. De este modo, el Gobierno podrá admitir un aumento en el déficit fiscal, pero de menor magnitud al ocurrido en episodios de desaceleración anteriores.

Adicional a los estabilizadores automáticos, la línea de crédito flexible del FMI, renovada en Mayo de 2012 por USD 6 mM (1,6% PIB), daría un espacio al Gobierno Central para apoyar la actividad bien sea con mayor gasto o reducción temporal de impuestos.

En conclusión Colombia se encuentra preparada para afrontar un choque externo, aunque la política económica tiene menor espacio de actuación que en 2008. En específico, mientras que allí la tasa de interés de intervención se redujo en 700 puntos básicos, ahora sólo podría reducirla en 150 o 175 puntos como máximo. Asimismo, dado que hoy en día el presupuesto público es más dependiente de los recursos provenientes de las materias primas, en comparación con el período previo a la crisis detonada en el episodio de Lehman Brothers, un escenario global incierto afectaría más fuertemente el balance del Gobierno en este momento, restringiendo las acciones de apoyo fiscal.

## 6. Tablas

Tabla 1

### Previsiones macroeconómicas anuales

|                               | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 |
|-------------------------------|------|------|------|------|
| PIB (% a/a)                   | 4,0  | 5,9  | 4,3  | 4,4  |
| Consumo Privado (% a/a)       | 5,0  | 6,5  | 4,1  | 4,5  |
| Consumo Público (% a/a)       | 5,5  | 2,6  | 4,4  | 4,7  |
| Inversión Fija (% a/a)        | 4,6  | 16,7 | 10,5 | 7,9  |
| Inflación (% a/a, fdp)        | 3,2  | 3,7  | 2,9  | 3,2  |
| Tasa de Cambio (vs. USD, fdp) | 1926 | 1934 | 1800 | 1820 |
| Tasa de Interés (% fdp)       | 3,00 | 4,75 | 4,75 | 5,50 |
| Balance Fiscal (% PIB)        | -3,9 | -2,9 | -2,1 | -2,0 |
| Cuenta Corriente (% PIB)      | -3,1 | -3,0 | -3,3 | -2,5 |

Fuente: Ministerio de Economía y Finanzas, INEC, Superintendencia de Bancos y BBVA Research Colombia

Tabla 2

**Previsiones macroeconómicas trimestrales**

|       | <b>PIB (% a/a)</b> | <b>Inflación<br/>(% a/a, fdp)</b> | <b>Tasa de Cambio<br/>(vs. USD, fdp)</b> | <b>Tasa REPO<br/>(%, fdp)</b> |
|-------|--------------------|-----------------------------------|--|-------------------------------|
| T1 11 | 5,1                | 3,2                               | 1884                                     | 3,50                          |
| T2 11 | 4,9                | 3,2                               | 1783                                     | 4,25                          |
| T3 11 | 7,5                | 3,7                               | 1836                                     | 4,50                          |
| T4 11 | 6,2                | 3,7                               | 1934                                     | 4,75                          |
| T1 12 | 4,7                | 3,4                               | 1766                                     | 5,25                          |
| T2 12 | 4,9                | 3,2                               | 1793                                     | 5,25                          |
| T3 12 | 3,7                | 3,1                               | 1803                                     | 4,75                          |
| T4 12 | 3,9                | 2,9                               | 1800                                     | 4,75                          |
| T1 13 | 3,8                | 3,1                               | 1770                                     | 4,75                          |
| T2 13 | 3,8                | 3,1                               | 1755                                     | 4,75                          |
| T3 13 | 4,9                | 2,8                               | 1770                                     | 5,25                          |
| T4 13 | 5,3                | 3,2                               | 1820                                     | 5,50                          |

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**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

**María Claudia Llanes**  
maria.llanes@bbva.com**Julio César Suárez**  
julio.suarez@bbva.com**Paola Andrea Angulo**  
paolaandrea.angulo@bbva.com**Juan Felipe Duarte**  
juanfelipe.duarte@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.comArgentina  
**Gloria Sorensen**  
gsorensen@bbva.com

Chile

**Alejandro Puente**  
apuente@bbva.comColombia  
**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.com

Perú

**Hugo Perea**  
hperea@bbva.comVenezuela  
**Oswaldo López**  
oswaldo.lopez@bbva.comMéxico  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com  
Análisis Macro México**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