

Situación Colombia

Tercer Trimestre 2011
Análisis Económico

- **Colombia crecerá 5,0% en 2011 y 5,4% en 2012**, en medio de un entorno favorable de precios de productos básicos y una demanda interna dinámica. En 2012, el gasto público compensará un ajuste gradual de la demanda privada.
- **Banco Central mantiene fuerte compromiso con meta de inflación** y continuará política de retiro gradual del impulso monetario que inició en febrero de 2011.
- **El riesgo de sobrecalentamiento no ha desaparecido y puede ser necesario un acompañamiento más activo de la política fiscal** para alinear la demanda interna a la consistente con un crecimiento sostenido de mediano plazo.
- **En la eventualidad de una crisis en Europa derivada de los problemas de servicio de la deuda soberana de Grecia**, Colombia crecería 1,1 pp menos en 2012 respecto a lo previsto inicialmente.

Índice

1. La política se sitúa en el centro de la perspectiva económica a nivel global.....	3
2. Economía mantiene su dinamismo con buenas perspectivas a futuro	5
3. Banco Central mantiene fuerte compromiso con meta de inflación.....	8
4. Riesgos asimétricos por incertidumbre global por deuda soberana europea y peligro de sobrecalentamiento local	9
5. Tablas.....	10

Fecha de cierre: 3 de agosto de 2011

1. La política se sitúa en el centro de la perspectiva económica a nivel global

La economía mundial continuará creciendo con fuerza tras la ligera desaceleración del primer semestre

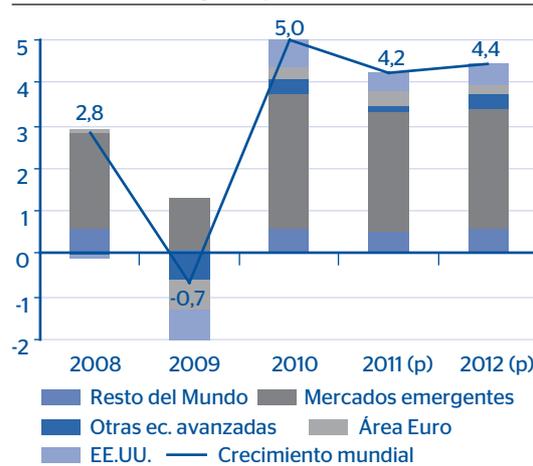
La economía mundial experimentó una ligera desaceleración en la primera mitad del año, más pronunciada en EE.UU., aunque también en algunos países emergentes. No obstante, debido a que los factores que subyacen en la desaceleración son en su mayoría temporales por naturaleza (altos precios del petróleo, interrupciones en la cadena de suministro global y malas condiciones climáticas), el crecimiento mundial continuará a un ritmo sólido de 4,2% en 2011 y 4,4% en 2012.

No obstante, los riesgos sobre la previsión están ahora más sesgados a la baja. Aunque la desaceleración en la actividad en EE.UU. debería ser temporal, la recuperación permanece débil y pueden producirse recaídas, como puede esperarse después de una crisis financiera con consumidores altamente apalancados. La reciente desaceleración en EE.UU. ha servido de recordatorio de este hecho para los mercados, y puede influir en el sentimiento de los consumidores y los productores en el futuro.

Tanto en Europa como en EE.UU. las preocupaciones fiscales conllevan grandes desafíos para los responsables políticos. Debido a que los problemas de solvencia no se han afrontado en su totalidad, la crisis de deuda soberana en los países periféricos europeos se ha intensificado, con el riesgo de que pase a ser sistémica a medida que la presión del mercado se extiende más allá de Grecia, Portugal e Irlanda hacia España, Italia y, potencialmente, Bélgica. Aunque su solvencia no se ha puesto en duda, EE.UU. también afronta el desafío de un gran ajuste fiscal a corto plazo, con el riesgo de que las negociaciones políticas se conviertan solamente en soluciones a corto plazo y no en un plan de consolidación a largo plazo. Esto aumentaría las probabilidades de un repunte repentino en las rentabilidades a largo plazo en EE.UU.

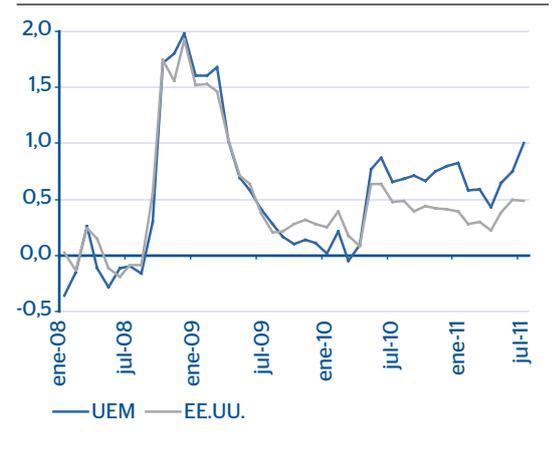
Finalmente, en las economías emergentes, las preocupaciones de recalentamiento han cedido ligeramente ya que las medidas de endurecimiento continúan pausando gradualmente el crecimiento en Asia y Latinoamérica, aunque las políticas fiscales permanecen todavía mayoritariamente expansivas, lo que le da un exceso de responsabilidad a las autoridades monetarias en un momento en que permanecen las preocupaciones sobre la apreciación de los tipos de cambio.

Gráfico 1
Crecimiento del PIB global y contribuciones



Fuente: BBVA Research y FMI

Gráfico 2
BBVA Índice de Stress Financiero



Fuente: BBVA Research

Es el momento de que se afronten las preocupaciones de solvencia en Europa, lo que requiere decisiones audaces por parte de la clase política europea

En las últimas semanas, una nueva oleada de tensión en el mercado financiero en Europa se ha extendido a España e Italia, y, por tanto, ha aumentado las posibilidades de que la crisis pase a ser sistémica en toda Europa (con repercusiones más allá de la UE). Esta situación ha sido el resultado de un retraso en la concesión del segundo paquete de ayuda a Grecia y de la insistencia para que los tenedores de bonos privados soporten parte del coste de una nueva ayuda financiera a este país, además de la falta de una solución exhaustiva a las preocupaciones de solvencia subyacentes en Grecia. Esta falta de decisión en Grecia se ha extendido a países sin problemas de solvencia como España e Italia, y, en consecuencia, al sector financiero europeo.

En este contexto, el Eurogrupo llegó a un acuerdo el 21 de julio para afrontar las preocupaciones de liquidez y solvencia. Respecto a la liquidez, decidió mejorar el Fondo Europeo de Estabilidad Financiera (EFSF), permitiendo el préstamo de forma preventiva a los países solventes con problemas -de forma similar a la Línea de Crédito Flexible del FMI- y la compra de bonos soberanos en mercados secundarios. Respecto a la solvencia, se suavizaron las condiciones de los préstamos oficiales a Grecia (y también se amplió a otros países del programa) y se llegó a un acuerdo con el sector privado para una reducción del valor presente neto de sus tenencias de deuda griega en un 21% mediante swaps de deuda y recompras.

Se han realizado grandes -y, en algunos casos, imprevistos- avances en la dirección correcta para solucionar la crisis financiera en Europa. Sin embargo, Europa sigue teniendo problemas, y esto se ha reflejado sólo en una reducción moderada en la prima de riesgo en los países periféricos. Aparte de los detalles técnicos de los acuerdos del 21 de julio, se pueden destacar cuatro líneas de acción principales. En primer lugar, el EFSF debe ampliarse y financiarse. En segundo lugar, Europa debe trabajar hacia una unión fiscal más integrada, que finalice con la introducción de los Eurobonos, junto con normas fiscales y un estricto control de los presupuestos nacionales. En tercer lugar, las reformas económicas deberán seguir haciéndose de forma creíble. En cuarto lugar, las autoridades de la UE deberían decidir finalmente cómo reducirán la deuda griega a un nivel sostenible y cómo acabarán con las preocupaciones sobre su solvencia. Hasta que no se adopten estas cuatro medidas, Europa se enfrentará a elevados diferenciales soberanos (no sólo en el caso de los países periféricos europeos) y a una mayor reestructuración de la deuda en el futuro.

La consolidación fiscal en EE.UU. también acapara la atención política

En EE.UU., la disputa política entre los dos enfoques contrarios (y altamente polarizados) respecto a la reducción del déficit ha añadido mucha confusión, aunque hasta el momento no ha aumentado la presión del mercado sobre los tipos estadounidenses. Esta situación refleja el convencimiento de que se alcanzaría una solución para aumentar el techo de la deuda y evitar así el impago. Sin embargo, un acuerdo para aumentar el techo de la deuda sin un plan para una consolidación fiscal a largo plazo no afrontará las preocupaciones de sostenibilidad a largo plazo. Aquí, al igual que en Europa, el riesgo también recae en la tentación de retrasar la solución al problema, es decir, en posponer la solución para después de las elecciones de 2012 y aumentar así las probabilidades de un repunte en los tipos de interés a largo plazo.

La política también tiene la clave en la perspectiva en muchos países en Latinoamérica

En menor grado, en Latinoamérica, muchos países también afrontan la incertidumbre derivada del transcurso futuro de la situación política. En algunos casos, procede de la debilidad percibida por algunos gobiernos al tener que hacer frente a cargos por corrupción o protestas masivas. En otros casos, es el resultado de cambios recientes en los gobiernos o la incertidumbre acerca del resultado de elecciones futuras. Aunque es cierto que el ciclo de elecciones en la región ha tenido menos influencia en el ciclo económico en la última década, es fundamental que este capital no se malgaste por grandes cambios políticos que se desvíen de las reformas económicas continuadas.

Las preocupaciones por el recalentamiento se mantienen en emergentes y existe el riesgo de un retraso en la implementación de los ajustes

Las economías emergentes siguen mostrando riesgos de recalentamiento, aunque en conjunto han retrocedido ante las medidas de endurecimiento y dificultades continuadas en Asia a causa de los mayores precios de las materias primas y el terremoto en Japón. Es importante destacar que se redujeron los riesgos de un aterrizaje forzoso en China ya que el crecimiento en el segundo trimestre registró sólo una ligera desaceleración, en línea todavía con un aterrizaje suave. No obstante, la inflación en las economías emergentes es todavía una preocupación, y existe el riesgo de que los responsables políticos se demoren en implementar el ajuste o bien por mantener una actitud prudente acerca del entorno mundial o, en otros casos, por los efectos de una excesiva apreciación de la divisa.

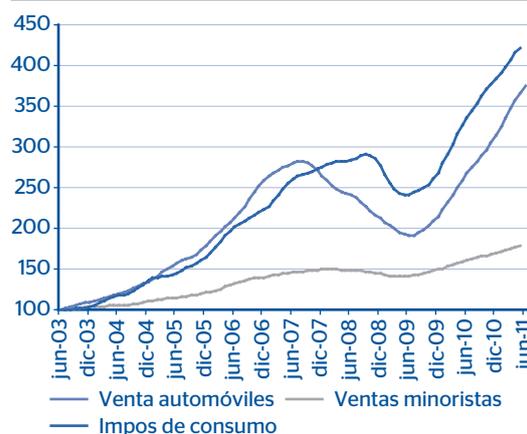
2. Economía mantiene su dinamismo con buenas perspectivas a futuro

La demanda interna continúa liderando

Durante el primer trimestre de 2011 la demanda privada, consumo e inversión, lideró el crecimiento de la economía, compensando la baja ejecución del gasto público. La demanda interna creció un 7,2% a/a consolidando la expansión que se observaba en los trimestre anteriores y que se espera continúe en el resto del año. Indicadores de corto plazo de importaciones, ventas minoristas, crédito y confianza de los hogares y empresas para el segundo trimestre anticipan este comportamiento. Específicamente, sobresale el muy dinámico desempeño de las importaciones y el crédito con variaciones en el año corrido a mayo de 35,0% a/a y 25,1% a/a, respectivamente.

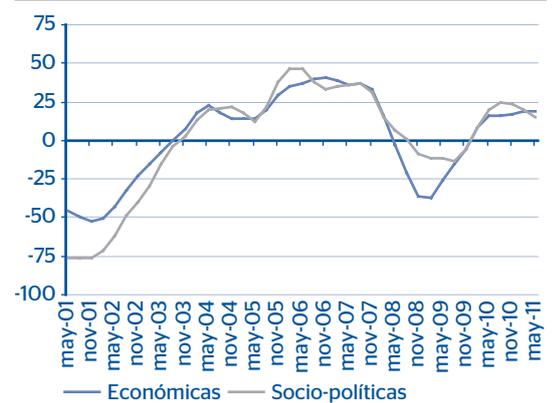
Estos indicadores sugieren un crecimiento más balanceado del consumo de los hogares, ahora menos concentrado en los bienes durables y con un repunte importante en el gasto en servicios y alimentos. Asimismo, reflejan altas tasas de crecimiento de la inversión privada en un ambiente socio-económico propicio según las encuestas de confianza, aunque con una moderación gradual en línea con las expectativas de BBVA Research. El comportamiento de la inversión será apoyado por la reactivación que esperamos en la construcción de obras civiles durante el segundo semestre de este año, en línea con la finalización de los mandatos de las autoridades regionales.

Gráfico 3
Gasto de los consumidores
(Índice Jun03=100, Series ajustadas por estacionalidad)



Fuente: Econometría Ltda, DANE y BBVA Research

Gráfico 4
Condiciones para la inversión
(Series ajustadas por estacionalidad)



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

En términos de la balanza comercial, el comportamiento de los envíos externos del país más que compensó el fuerte crecimiento de las importaciones impulsado por la mayor demanda interna, de tal modo que a pesar de la presión no se prevén mayores desajustes en materia de déficit en cuenta corriente, el cual terminaría el año en un nivel ligeramente inferior al registrado en 2010. Por su parte las exportaciones FOB en lo corrido de 2011 hasta mayo crecieron 36,1% a/a,

gracias a una combinación de mayores precios de los productos básicos y mayores cantidades exportadas de petróleo. También se ha visto un incipiente renovado dinamismo en otros rubros de exportación no tradicionales.

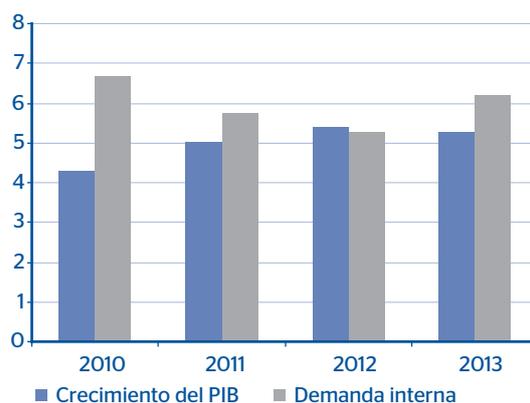
La economía crecería 5,0% en 2011 y 5,4% en 2012

Si bien las proyecciones de crecimiento de BBVA Research se mantienen inalteradas, los determinantes del crecimiento durante este y el próximo año cambian ligeramente de acuerdo con lo observado en el primer trimestre y los indicadores de corto plazo. El crecimiento esperado para este año está basado en un mayor repunte del consumo de los hogares con respecto a la expectativa al inicio de 2011, al tiempo que se espera una menor contribución de la demanda pública, la cual tendrá variaciones positivas sólo en el segundo semestre del año. Para 2012, por su parte, se espera una fuerte recuperación de las obras civiles, de acuerdo con los grandes proyectos de infraestructura que se están estructurando en la actualidad, mientras que se prevé una moderación mayor a la anticipada en el consumo privado, como respuesta al retiro del impulso monetario, y una menor variación de la inversión privada, en parte por el agotamiento de los planes de inversión en algunos sectores económicos (como la aviación, por ejemplo).

Por lo tanto, se espera un ajuste ordenado de la demanda privada en la medida que la política monetaria está haciendo frente a la expansión de la demanda interna por encima del crecimiento del PIB, lo cual está generando un cierre gradual de las holguras de capacidad instalada, según muestran los indicadores recientes de Fedesarrollo y la Asociación Nacional de Industriales. Igualmente, este ajuste de la demanda permitirá un control de la inflación para los próximos años, ubicándola dentro del rango meta de largo plazo establecido por el Banco de la República.

Sin embargo, el observado dinamismo de la demanda interna y el crecimiento de la economía por encima de su potencial generan ciertos temores sobre el desempeño futuro y el ajuste necesario para mantener un crecimiento sostenible. Por el momento, una proporción importante de los excesos en demanda interna se ha trasladado a importaciones gracias al positivo escenario de términos de intercambio y a la apreciación del peso. A futuro, sin un acompañamiento de política fiscal más restrictiva, el Banco Central se podría ver en la necesidad de incrementar la tasa de interés de intervención más allá de lo necesario con el fin de mantener un nivel sostenible de las importaciones en el mediano plazo. En esa línea, en un escenario de mayores flujos de capital y de aumentos en las presiones a la apreciación del peso, parece importante que se considere la posibilidad de postergar parte de la expansión programada del gasto público.

Gráfico 5
Crecimiento del PIB y la demanda interna
(Series ajustadas por estacionalidad, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6
Uso de la capacidad instalada
(Series ajustadas por estacionalidad, %)

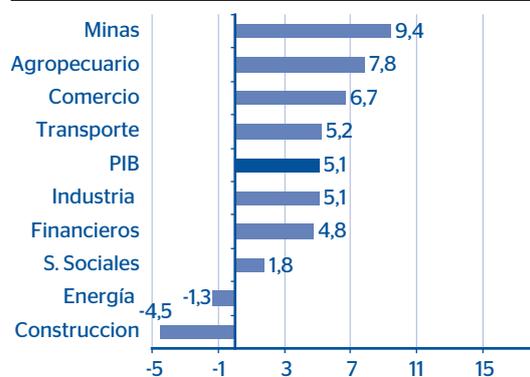


Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Crecimiento sectorial balanceado en lo corrido del año permite mantener optimismo sobre creación de empleo formal

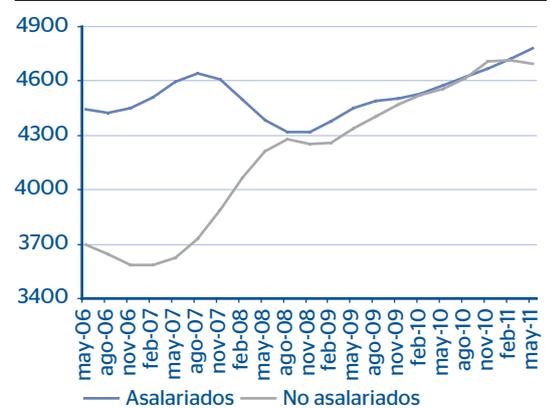
Los sectores económicos que se caracterizan por generar encadenamientos productivos con otras actividades, entre ellos, la agricultura, industria, comercio y edificaciones, tuvieron un balance satisfactorio en el primer trimestre. En particular, la agricultura tuvo el mayor crecimiento de los últimos nueve años (7,8% a/a), gracias al fuerte repunte de la actividad cafetera y la recuperación de la ganadería y otras actividades agrarias a pesar de los efectos de la ola invernal de finales de 2010 y comienzos de 2011. El comercio y la industria se apoyaron en el mejor panorama de la demanda doméstica y del balance positivo de las exportaciones manufactureras, creciendo por encima de 5% a/a. Este proceso de recuperación favoreció la creación de empleo asalariado a tasas de 4,6% a/a, aunque este tipo de empleo todavía representa sólo el 50% del empleo total del país.

Gráfico 7
Crecimiento sectorial
(Series ajustadas por estacionalidad, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 8
Empleo
(Series ajustadas por estacionalidad, miles de personas)



Fuente: DANE y BBVA Research

Mayor tasa de inversión está determinando un aumento en el potencial de crecimiento de la economía

La inversión fija se ubicaría al final de este año en cerca de 27% del PIB, nivel superior al promedio 2000-2008 cercano al 19%. Este avance en la economía, acompañado del mejor balance del mercado laboral en el pasado reciente, permiten prever un incremento en el potencial de crecimiento hasta niveles cercanos al 4,5% este y el próximo año. Igualmente, el mejor panorama económico, conjuntamente con el avance en algunas reformas de tipo fiscal y laboral, permitieron que las tres principales calificadoras de riesgo (Moody's, Fitch y S&P) le otorgaran el grado de inversión al país durante los últimos meses.

Panorama fiscal es positivo ante fuerte aumento en los recaudos

En lo corrido del año hasta mayo los recaudos de impuestos aumentaron 25,6% a/a, impulsados en su mayor parte por los tributos de IVA, GMF y aduanas, lo cual se relaciona directamente con el mayor dinamismo de la demanda interna y el fuerte incremento de las importaciones. De hecho, estos recaudos ya representan el 50,5% de la meta de recaudo para todo el año, mientras que en mayo de 2010 los tributos representaban apenas el 45,9% del objetivo anual.

Un efecto positivo adicional está por cuenta de los altos niveles actuales de los términos de intercambio, lo cual favorecerá también el balance tributario de 2012 por los pagos del impuesto de renta de Ecopetrol y otras empresas privadas del sector minero, además por el aporte de capital que hace la petrolera a la Nación por la participación accionaria de esta última. Para 2012 también se esperan incrementos en el recaudo de impuestos por la eliminación de la deducción tributaria por adquisición de activos fijos a partir de enero de 2011, la cual aplica para el pago del impuesto a la renta durante el próximo año. Estos mayores recaudos permitirán amortiguar el mayor gasto fiscal esperado en el plan de inversiones aprobado luego de la ola invernal reciente, manteniendo el déficit fiscal controlado en torno al 4% del PIB en 2011 y 2012.

3. Banco Central mantiene fuerte compromiso con meta de inflación

Inflación mantiene moderada tendencia al alza

El comportamiento de la inflación en lo corrido del año ha estado dominado por la evolución de los precios de los alimentos y de los bienes regulados, mientras que la inflación básica se ha mantenido en la parte baja del rango meta y sólo recientemente ha comenzado a repuntar. En el caso de los combustibles, éstos mantienen elevadas variaciones anuales aunque el impacto sobre la inflación total a través del aumento de costos ha sido moderado, dada la limitada transmisión a las tarifas de transporte. Por su parte, los precios de los alimentos han comenzado a normalizarse luego de los efectos del prolongado periodo de lluvias, que llevaron la inflación de este componente a un máximo de 4,8% a/a en enero.

En la segunda parte del año, las elevadas cotizaciones internacionales de las materias primas seguirán ejerciendo efectos adicionales al alza sobre los precios domésticos, obedeciendo al rezago en su transmisión a los precios finales. Sin embargo, la corrección en los precios internacionales, ante la moderación en el crecimiento global y la reducción en las tensiones geopolíticas del Oriente Medio y Norte de África daría cierto margen sobre dicha tendencia. Adicionalmente, la apreciación cambiaria seguirá jugando un rol importante, ayudando a amortiguar las presiones derivadas de los elevados precios externos.

Por su parte, la inflación básica superará el punto medio del rango meta en los próximos meses, en línea con la reducción en las holguras de capacidad, lo cual esperamos se traduzca en el cierre de la brecha del producto durante el tercer trimestre del año, llevando la inflación sin alimentos a tasas cercanas al 3,2% y 3,4% al cierre de 2011 y 2012. En este contexto, las expectativas inflacionarias se mantienen en torno a 3,3%, cifra algo menor a nuestra proyección de 3,5% al cierre de 2011. Para 2012 esperamos que la inflación se mantenga en la parte alta del rango meta (2% - 4%), en línea con la continuidad en el dinamismo de la demanda interna y la mayor estabilidad esperada en los precios de las materias primas.

Política monetaria inclinada hacia incrementos adicionales en la tasa de referencia

En línea con el dinamismo de la actividad y las mayores presiones inflacionarias a nivel local e internacional, el Banco de la República ha seguido una política gradual de retiro del estímulo monetario, con incrementos mensuales de 25pb en la tasa de interés desde que inició el ciclo restrictivo en febrero. Esta estrategia ha sido efectiva tanto para mantener las expectativas inflacionarias controladas, como para conservar un balance adecuado con una política cambiaria activa, orientada a moderar las presiones a la apreciación del peso en un contexto de fuertes entradas de capital.

Esta estrategia debería continuar en el corto plazo, a pesar de que en junio, por primera vez desde el inicio del ajuste monetario, se hicieron evidentes las diferencias entre los codirectores del Banco Central respecto a la preferencia por seguir aumentando la tasa de interés de referencia. Al respecto, consideramos que si bien la preocupación sobre el tema cambiario seguirá pesando en las discusiones del Emisor, la mayoría de los codirectores mantienen un sesgo claro hacia evitar posibles riesgos inflacionarios en el mediano plazo y perciben riesgos de sobrecalentamiento por el comportamiento de la demanda interna, que ha superado los pronósticos del Banco Central.

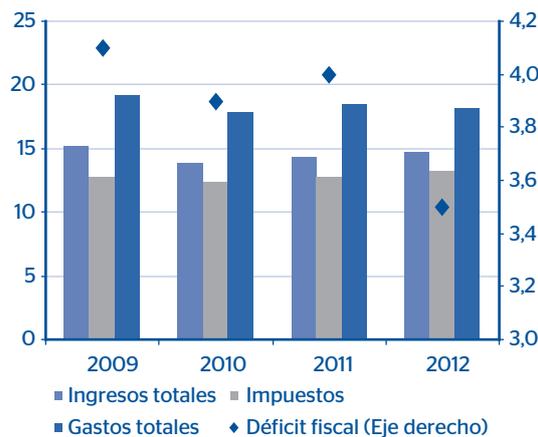
En este contexto, esperamos que la autoridad monetaria siga ajustando la tasa de interés de manera gradual en los próximos meses, hasta llevarla a niveles cercanos al 5,0% a finales de 2011 y 6,0% a mediados de 2012, un ajuste mayor al previsto anteriormente para este periodo.

Inversión extranjera directa y flujos positivos de portafolio mantienen presión sobre el tipo de cambio

Además del control de la inflación, el fortalecimiento del peso seguirá representando un reto para las autoridades económicas. Lo anterior en un escenario de continuidad en las presiones por las fuertes entradas de inversión extranjera directa, cuyos niveles superan ampliamente lo observado en años anteriores, así como por el riesgo de sobrecalentamiento. Adicionalmente, los flujos de inversión en portafolio han aumentado, probablemente como consecuencia de la obtención del grado de inversión por parte de las tres principales agencias calificadoras. Estos factores han llevado a una revisión de nuestra expectativa de tipo de cambio promedio para este año de \$1830 a \$1810, manteniendo estable nuestro pronóstico para el cierre de 2011 en \$1830.

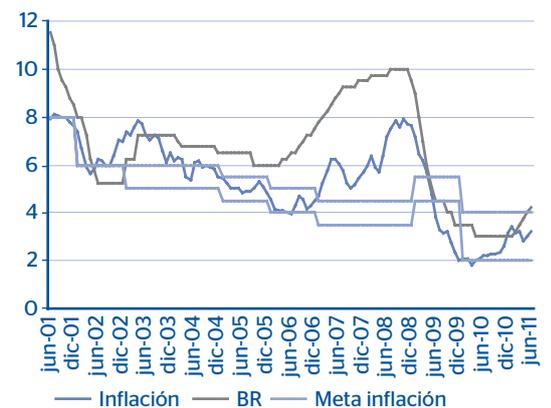
Consideramos que la estrategia coordinada de intervención por parte del Gobierno y del Banco de la República seguirá siendo efectiva para mantener acotadas las presiones a la apreciación del peso y para disminuir su volatilidad. De una parte, el Banco de la República se ha comprometido a continuar el programa de intervención en el mercado cambiario (en al menos \$20 millones diarios), por lo menos hasta el mes de septiembre, estrategia que podría extender hasta finales del año. Asimismo, el Gobierno Central mantendría su política de compra de divisas en el mercado local para hacer pagos en el exterior y el compromiso de no monetizar divisas, incluidas las relacionadas con la reciente emisión por USD 2.000 millones que realizó en los mercados internacionales.

Gráfico 9
Recaudo de impuestos
y déficit fiscal en el MFMP (% de PIB)



Fuente: MinHacienda y BBVA Research

Gráfico 10
Inflación, metas de inflación y tasa de intervención (%)



Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

4. Riesgos asimétricos por incertidumbre global por deuda soberana europea y peligro de sobrecalentamiento local

En nuestro escenario global se plantea como un factor de riesgo importante la continuación de la incertidumbre global, determinada por los problemas para el servicio de la deuda soberana de Grecia y su contagio a otros países de Europa. En este caso habría recesión en Europa y menor crecimiento en Estados Unidos. Esto se traduciría en menores niveles de precios de productos básicos y mayores niveles de aversión al riesgo a nivel global.

Con ello tanto la demanda externa por productos colombianos como los precios de los productos básicos exportados disminuirían. Así, tendríamos en Colombia un crecimiento de la actividad económica menor a la anticipada por las menores exportaciones, los menores términos de intercambio y la reducción del consumo y la inversión privada. En este escenario la economía crecería 4,3% y 4,8% en 2012 y 2013, respectivamente. Cifras 1,1pp y 0,5pp menores a las previstas en nuestro escenario base por un adicional ajuste en la demanda privada. En particular, la inversión privada crecería al 4,7% y 7,3% y el consumo privado al 3,6 y 5%, respectivamente. Por último también se daría una ampliación del déficit en cuenta corriente a niveles del 4,5% del PIB en 2012 y retrasaría el objetivo de disminución del déficit del Gobierno Central por menores ingresos de capital y tributarios provenientes de las empresas del sector minero-energético.

A nivel local demoras en el ajuste de la demanda interna llevaría al Banco Central a acentuar las alzas de tipos de interés

Un crecimiento más acelerado de la economía colombiana jalonado por una muy dinámica demanda interna que no ceda ante los incrementos de tasa que el Banco Central ha venido haciendo desde febrero de 2011, aumentaría el riesgo de recalentamiento de la economía y podría llevar al Banco de la República a incrementar su tasa de intervención a un ritmo más rápido de lo anticipado.

Las señales para la materialización de este escenario serían un incremento en la cartera de crédito por encima de lo observado en la actualidad, acompañado de un deterioro en la calidad de la misma y una ampliación del déficit en cuenta corriente en un ambiente de elevados términos de intercambio y apreciación del peso. Este incremento de tasas por encima de lo previsto generaría un ajuste más fuerte de sectores productivos generadores de empleo como la industria, rezagando su desempeño frente a los sectores extractivos de la economía. No obstante, la iniciación temprana del retiro del estímulo monetario y la transmisión a las tasas de interés del mercado, han reducido la probabilidad de este escenario de riesgo.

5. Tablas

Tabla 1

Previsiones macroeconómicas anuales

	2010	2011	2012
PIB (% a/a)	4,3	5,0	5,4
Inflación (% a/a, fdp)	3,2	3,5	3,5
Tasa de cambio (vs. USD, fdp)	1926	1830	1825
Tasa REPO (% fdp)	3,0	5,0	6,0
Consumo Privado (% a/a)	5,1	6,0	5,0
Consumo Público (% a/a)	4,6	3,0	2,0
Inversión (% a/a)	8,3	11,9	10,7
Déficit Fiscal (% PIB)	-3,8	-4,1	-3,7
Cuenta Corriente (% PIB)	-3,1	-2,9	-3,7

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

Tabla 2

Previsiones macroeconómicas trimestrales

	PIB (% a/a)	Inflación (% a/a, fdp)	Tasa de Cambio (vs. USD, fdp)	Tasa REPO (% fdp)
T1 10	4,1	1,8	1909	3,5
T2 10	4,7	2,2	1926	3,0
T3 10	3,6	2,3	1806	3,0
T4 10	4,8	3,2	1926	3,0
T1 11	5,1	3,2	1884	3,5
T2 11	4,6	3,1	1783	4,3
T3 11	5,3	3,6	1760	4,8
T4 11	5,1	3,5	1830	5,0
T1 12	4,5	3,7	1770	5,5
T2 12	4,6	3,6	1800	5,8
T3 12	6,9	3,8	1815	6,0
T4 12	5,6	3,5	1825	6,0

Fuente: DANE, Banco de la República y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:*Economista Jefe***Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa

mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com.co

Julio César Suárez

julio.suarez@bbva.com.co

*Estudiantes en práctica profesional:***Nathalia Giraldo**

nathalia.giraldo@bbva.com.co

Jane García

jane.garcia@bbva.com.co

BBVA Research*Economista Jefe del Grupo***Jorge Sicilia***Economías Emergentes:***Alicia García-Herrero**

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

*Sistemas Financieros y Regulación:***Santiago Fernández de Lis**

sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

*Market & Client Strategy:***Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.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 1448

E-mail: researchcolombia@bbva.com.co

Situación Colombia está disponible en inglés