

Informe País

Colombia

Bogotá, año 2011
Análisis Económico

Resumen Ejecutivo

El país vive en la actualidad un ambiente prometedor, fundamentado en apreciables mejoras en la estabilidad macroeconómica, política y social. Esto se refleja en los resultados económicos de los últimos años, las perspectivas económicas presentadas en este informe, y las expectativas de los mercados por las reformas aprobadas de manera reciente.

Colombia es la tercera economía de Latinoamérica en términos de población y la quinta medida por nivel de producto, además incrementó el PIB per cápita en 63% en la década pasada, por encima del promedio de América Latina (55%). Igualmente, ha sido una de las economías con mayor estabilidad política y económica en Latinoamérica desde mediados del siglo XX, sin episodios de golpes de estado, recesiones profundas, hiperinflación o moratorias en el pago de la deuda. Hace casi un año tuvo una cordial transición de mando entre el Gobierno de Álvaro Uribe y su entonces Ministro de Defensa, el actual presidente Santos. El nuevo presidente ha demostrado ser un reformista racional, logrando la aprobación de ambiciosas reformas fiscales, sociales y de protección social, guiado por una visión tecnocrática que prevalece en su gabinete ministerial.

El manejo macroeconómico ha sido responsable, en buena parte sustentado por sus políticas económicas que han venido evolucionando con las necesidades de la economía. En los últimos 30 años Colombia creció en promedio 3,5% a/a, mientras que la región lo hizo a una tasa anual de 3,0%. En la actualidad el país cuenta con estabilidad en precios y con una tasa de cambio flexible que le permite absorber parte de los choques internacionales en las diferentes fases del ciclo económico, tal como sucedió en la crisis internacional de 2007 y 2008 cuando Colombia logró crecer en el año 2009, mientras pocas economías similares lo hicieron.

El nuevo Gobierno ha sido fiscalmente conservador y previsor, lo cual le ha permitido al país cumplir con sus obligaciones, sin cambiar las tarifas impositivas. En efecto, el déficit presupuestal se ha mantenido en orden incluso con varias catástrofes naturales a su haber. La coordinación macroeconómica entre el nuevo Gobierno y el Banco Central ha sido muy positiva, lo que ha reducido el costo de bajar la inflación, al limitar una mayor apreciación de la tasa de cambio. Esto se ha desarrollado, en un marco de respeto por parte del Gobierno hacia la independencia del Banco Central.

Las perspectivas sobre comercio exterior son positivas. A pesar de los problemas comerciales con Venezuela, Colombia ha logrado diversificar su oferta exportadora con potencial a ampliarse con importantes tratados comerciales con Estados Unidos, Canadá, la Unión Europea, Corea del Sur, Turquía, Panamá, los Estados AELC (Suiza, Islandia, Noruega, Liechtenstein), Chile y los países del triángulo norte (Guatemala, Honduras y El Salvador). El tratado con los Estados Unidos fue aprobado en el mes de octubre y entrará en vigencia en 2013, mientras que los acuerdos con los Estados AELC y Canadá entraron en vigencia en Julio y Agosto de 2011, respectivamente. Estos avances en las relaciones comerciales incrementarán el grado de apertura de la economía, medido como la relación entre la suma de las exportaciones y las importaciones con el PIB, el cual se ubica actualmente en 28%, ligeramente por debajo del promedio de la región de 32%.

El sector financiero presenta una regulación sólida que asegura su estabilidad, acompañado por un proceso de consolidación como consecuencia de procesos de fusiones y adquisiciones principalmente en el sector bancario. El mercado de valores se ha profundizado, con perspectiva a ampliarse con la integración de la Bolsa de Valores de Colombia con los mercados de renta variable de Chile y Perú a través del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA). Esta integración inició operaciones en mayo de 2011 y ya cuenta con un índice bursátil —el S&P MILA 40—.

La estructura del comercio exterior se ha diversificado, aumentando el papel de los productos industriales en las exportaciones, así como el de los productos básicos no tradicionales. El sector minero-energético se ha constituido como el principal receptor de inversión extranjera directa, contribuyendo al significativo crecimiento del sector. En la actualidad el país cuenta con reservas importantes de petróleo, gas natural y carbón, a la vez que promueve la producción de biocombustibles a partir de caña de azúcar y palma africana que como se ha visto, son de gran atractivo para la inversión extranjera. Igualmente, las características climáticas y la posición geográfica permiten que Colombia tenga el potencial de convertirse en una potencia de generación y transmisión de energía hidráulica en la región.

Es innegable que las mejoras recientes en seguridad han facilitado el crecimiento económico. Si bien el país todavía enfrenta problemas por el narcotráfico y un conflicto con grupos armados ilegales, es indudable el enorme progreso en ambos frentes, lo que nos permite pensar que se ha entrado en un proceso post-conflicto en el que se están consolidando unas instituciones adecuadas para el desarrollo de una economía de mercado próspera.

La perspectiva positiva sobre Colombia fue ratificada en marzo por Standard and Poor's, en mayo por Moody's y en junio por Fitch al devolverle al país su grado de inversión, el cual había perdido tras la crisis financiera de 1999. Los argumentos de estas firmas coinciden con nuestras previsiones, en el sentido de ver en Colombia una economía con finanzas públicas estables, con la capacidad de hacer ajustes estructurales responsables y temporales para enfrentar choques externos similares al de 2008-2009, y con una perspectiva de crecimiento sostenible a mediano plazo que debería converger al 5,8%, según nuestras estimaciones de PIB potencial, desde un estimado de 5% observado en 2011.

Colombia enfrenta varios retos, de los cuales las autoridades económicas son conscientes. En materia financiera, el grado de bancarización de la población es aun bajo comparado con otras economías de la región, explicado en parte por algunas restricciones a la oferta de crédito. El mercado de valores es aun pequeño y se encuentra orientado principalmente a la participación de grandes empresas.

El mercado laboral presenta una serie de distorsiones que se reflejan en una elevada informalidad y que ha dificultado una reducción mayor de la tasa de desempleo, más acorde con las condiciones económicas favorables. Los costos laborales, así como las rigideces del salario mínimo, impiden que el mercado laboral funcione de manera más dinámica.

La inversión en obras públicas en los últimos años es destacable, sin embargo el país aún tiene un déficit en infraestructura —especialmente de transporte— que debe cubrir para incrementar su productividad y competitividad en el mediano plazo. El éxito de los tratados comerciales ya firmados como el de EE.UU., depende en gran medida de la modernización de las vías nacionales y la reducción de los costos de transporte.

La agenda reformista del nuevo Gobierno es ambiciosa, por lo cual es importante la capacidad del presidente Santos para mantener su coalición en el Congreso. Dentro de las reformas se encuentra la revisión al sistema de justicia, mejoras al sistema de tributación, reformas al sistema de salud y pensiones, cambios al sistema de educación superior, y el afianzamiento de la seguridad ciudadana. El presidente deberá probar su habilidad de conservar el consenso político que lo ha acompañado en su primer año de Gobierno para así poder avanzar en su ambiciosa agenda reformista.

En materia de seguridad es innegable que los grupos armados ilegales —aunque severamente debilitados— aún ejercen influencia en parte del territorio nacional, como no sucede en otros países de la región. El reto del estado es consolidar su estrategia para controlar al crimen organizado y el tráfico de narcóticos, mejorando la seguridad ciudadana tanto rural como urbana. La economía responderá positivamente ante las mejoras en este frente, tal y como lo ha hecho de manera reciente.

Fecha de publicación: 4 de noviembre de 2011

1. Introducción

Colombia tiene una población de 45,5 millones de personas con una fuerza laboral cercana a los 20 millones. La economía colombiana ocupa el quinto lugar en América Latina medida como tamaño del PIB. Sin embargo, su PIB per cápita¹, cercano a los 8.900 dólares PPA, se ubica por debajo del promedio de la región. Colombia se ubica en el puesto 73 entre 169 en el Índice de Desarrollo Humano² en el 2010, el puesto 73 entre 144 en el Índice de competitividad Global³ y en el puesto 78 entre 178 en el Índice de percepción de la corrupción⁴ en 2010.

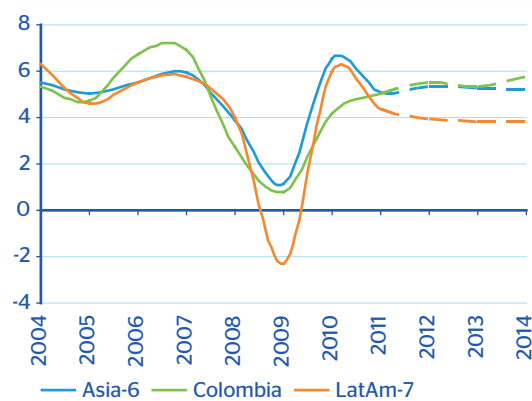
La calificación crediticia de Colombia fue recientemente incrementada a grado de inversión BBB- con perspectiva estable, como señal de confianza por parte de las calificadoras de riesgo Standard and Poor's, Moody's y Fitch sobre los fundamentales macroeconómicos y las perspectivas de crecimiento sostenible a mediano plazo.

2. Economía

La economía colombiana se caracterizó por la estabilidad de su crecimiento en los últimos 60 años y está sentada sobre unos fundamentos sólidos que permiten esperar una expansión cercana a su nivel potencial en la próxima década

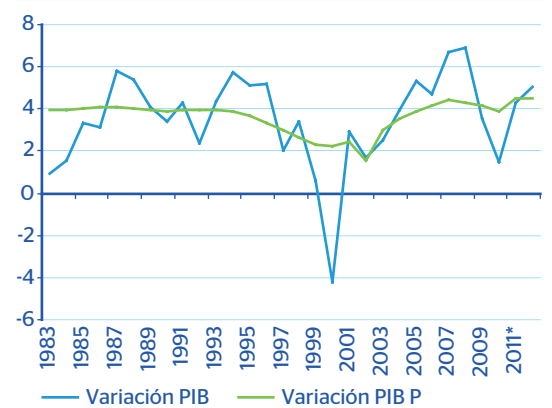
La economía colombiana ha crecido a una tasa promedio de 4,2% anual durante los últimos 60 años, determinado por progresos conjuntos en la fuerza laboral, y en las dotaciones de capital físico y humano. El capital físico ha crecido ligeramente por encima del capital humano (3,7% y 3,5% respectivamente desde 1970). Por su parte la productividad de factores, que presentó una desaceleración desde los años 70, ha repuntado en los últimos años ante el fuerte incremento en la inversión en capital (Posada 2008). Por su parte el PIB per cápita en términos reales ha tenido un crecimiento promedio durante los últimos 20 años de 1,9% comparado con el 1,2% de las principales economías industrializadas (Estados Unidos, Japón y Alemania), lo que implica que Colombia ha mejorado su situación relativa con respecto al mundo desarrollado.

Gráfico 1
Crecimiento económico - Colombia y países en desarrollo



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 2
PIB observado y potencial (a/a, %)

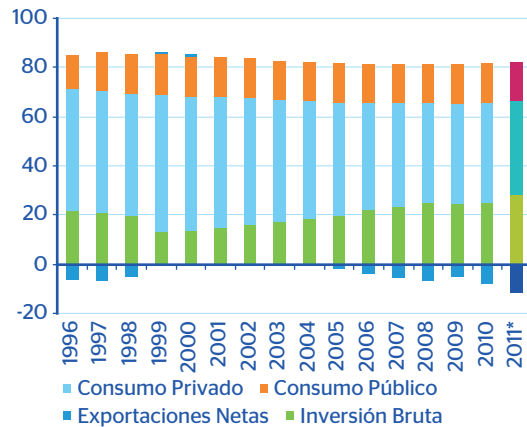


* Previsión.
Fuente: FMI y BBVA Research

Durante el siglo XX la economía colombiana sólo tuvo crecimiento negativo en 1999, como consecuencia de la crisis asiática. Durante los otros episodios de crisis, sólo se observaron reducciones en su tasa de crecimiento —nunca caídas—. Así, cuando se le compara con la región, Colombia se destaca por su estabilidad macroeconómica histórica. Además, a diferencia de la mayoría de los países de la región, el Estado colombiano siempre ha cumplido con sus obligaciones de pago de la deuda.

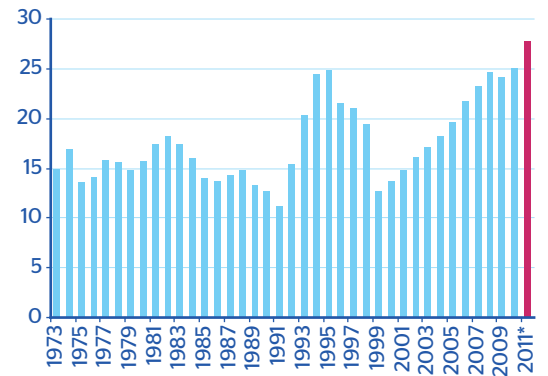
1: FMI dólares PPA
2: PNUD- 2010
3: Global competitiveness report 2010-2011. World Economic Forum
4: International Transparency 2010

Gráfico 3
Componentes del PIB (participación, %)



* Previsión.
Fuente: Banco de la República, DANE y BBVA Research

Gráfico 4
Inversión Bruta (% del PIB)



* Previsión.
Fuente: GRECO, DANE y BBVA Research.

La crisis de final de siglo tuvo un fuerte impacto como consecuencia de un exceso de gasto por parte del gobierno, financiado a través de un crecimiento insostenible de la deuda pública, que llevó a un incremento similar en el déficit en cuenta corriente. Al mismo tiempo, los bajos estándares de regulación financiera y el crecimiento insostenible del gasto de los hogares, financiado a través del sistema financiero, llevaron a que se presentara una burbuja en el sector hipotecario. El detonante de la crisis en Colombia fue la moratoria en el pago de la deuda rusa que llevó a un cierre del mercado de capitales a nivel global. La salida de la crisis para el país marcó una nueva etapa en términos de regulación y creó un nuevo marco institucional que en gran parte rige en la actualidad.

Durante la primera parte de la década pasada, la economía colombiana incrementó la tasa de inversión a casi al doble de su nivel inicial y esto le permitió aumentar su nivel de crecimiento potencial desde 2,0% hasta valores por encima de 4,0%. No obstante, este ciclo de crecimiento fue interrumpido por la profundización de la crisis externa a partir del cuarto trimestre de 2008, que implicó una fuerte reducción en los precios internacionales de las materias primas y una menor demanda externa de productos manufactureros. Esto significó un choque de confianza sobre empresarios y consumidores que se manifestó a través de una menor demanda interna, especialmente en inversión privada.

Aún así, la economía colombiana fue una de las pocas en la región que logró una variación positiva del PIB en 2009, el año de menor crecimiento a nivel mundial, como resultado de la puesta en marcha de una política económica contracíclica tanto en materia de bajas tasas de interés como por un incremento en la ejecución fiscal de recursos de inversión. Además, el efecto de esta crisis sobre la economía fue moderado en la medida que los balances de los hogares y las empresas no se vieron seriamente afectados durante este período.

Desde el punto de vista de la demanda, el consumo privado representa el 65% del PIB, mientras que la inversión ha incrementado desde 15% del PIB al comienzo de la década hasta 26% en 2010. Dentro de esta última, la inversión extranjera directa también ha tenido un comportamiento positivo durante los últimos años, correspondiendo al 3,2% del PIB, siendo su principal destino el sector de petróleo, hidrocarburos y minería. Por su parte, el gasto del Gobierno se ha mantenido en niveles relativamente estables oscilando en torno al 16% del PIB a pesar del aumento transitorio en 2009 para compensar los efectos de la crisis internacional de 2008-2009.

Desde el punto de vista de la oferta, la industria y el comercio representan cerca del 25% del PIB, con una participación similar de cada sector. El sector agropecuario representa alrededor del 6% mientras que el de minas y energía participa con el 11% del PIB. Por su parte los sectores de la construcción y de transporte representan el 6% y el 8% del PIB, respectivamente. Es destacable la importancia del sector financiero, servicios inmobiliarios y otros servicios a las empresas que contabilizan alrededor del 19% del total del PIB. Finalmente los servicios sociales por parte del gobierno han tenido un peso cercano al 15% del PIB durante los últimos años, mientras que los impuestos han incrementado su participación a cerca del 10% del PIB.

3. Política Económica

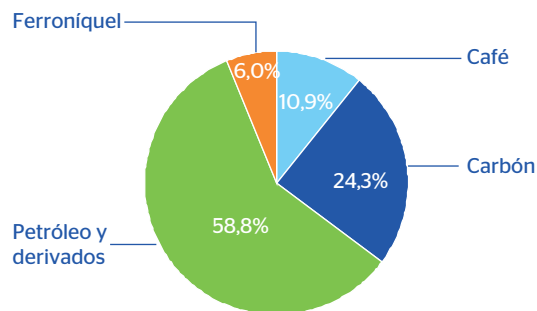
3.1 Comercio Exterior

Colombia actualmente concentra sus exportaciones en el sector minero - energético, dada la menor demanda del mercado venezolano por productos industriales. La firma reciente de tratados comerciales, y la estructuración de nuevos acuerdos en el futuro, permitirán diversificar los destinos de exportación y los mercados industriales

La economía colombiana se ha caracterizado por ser exportadora de materias primas. Desde 1970 las exportaciones tradicionales (petróleo, carbón, café y ferroníquel) han tenido una participación superior al 50%. . Venezuela ha sido un socio natural para la industria nacional, sin embargo desde 2009 el intercambio comercial se afectó por las diferencias diplomáticas entre los dos países. Con la entrada del nuevo Gobierno del Presidente Santos, los Gobiernos han reconciliado sus diferencias diplomáticas, lo cual ha facilitado tramitar el pago parcial de la deuda venezolana a los exportadores colombianos. No obstante, el comercio entre los dos países se mantiene bajo.

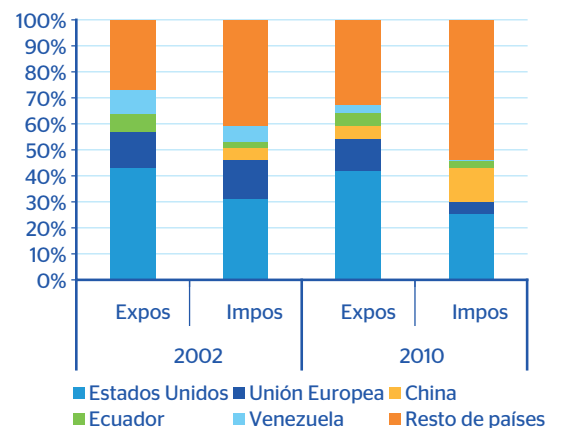
La economía colombiana pasó de ser primordialmente exportadora de café, a una en donde sobresalen el petróleo, el carbón, el oro y las esmeraldas. Los hallazgos de grandes minas de metales preciosos, conjuntamente con el incremento en la capacidad productiva en hidrocarburos y carbón, aumentaron la participación del sector minero en el total del PIB. Las exportaciones no tradicionales han variado su composición a favor de los bienes manufacturados, los cuales representan el 66% del total de estas exportaciones, con una participación importante de confecciones, químicos, tabaco y flores.

Gráfico 5
Composición de las exportaciones tradicionales (Promedio 2000-2010)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6
Exportaciones e importaciones por origen y destino

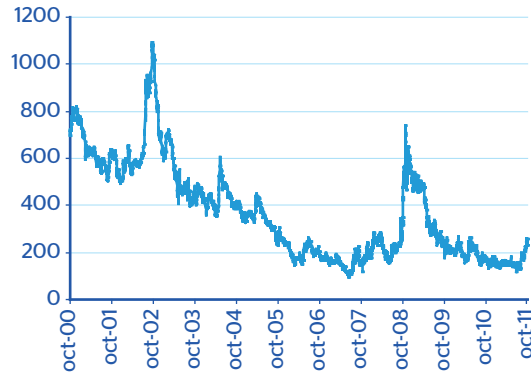


Fuente: DANE y BBVA Research

Las principales importaciones son bienes intermedios (40% del total), mientras el 86,5% de los bienes de capital son importados. Por su parte las importaciones de bienes de consumo son en su mayoría bienes durables como automóviles y electrodomésticos.

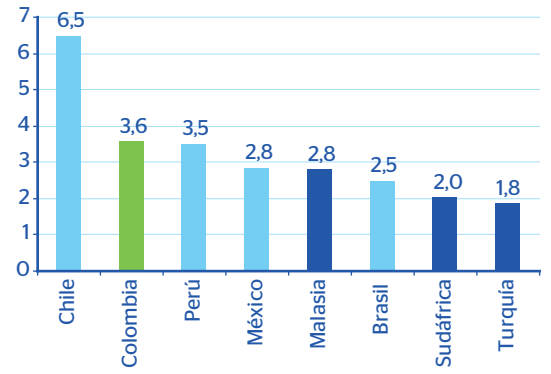
La balanza comercial de la economía colombiana ha sido históricamente deficitaria con excepción de algunos períodos con términos de intercambio favorables. Asimismo, la cuenta corriente ha sido tradicionalmente deficitaria, explicado principalmente por la renta de los factores, específicamente por el rubro de dividendos y utilidades. Actualmente, los riesgos en la cuenta corriente se encuentran acotados debido a que el financiamiento es fundamentalmente con recursos de largo plazo (IED), no obstante, el aumento de la participación de las exportaciones tradicionales en el actual contexto de altos precios internacionales de materias primas, incrementan la vulnerabilidad externa de la economía colombiana ante caídas abruptas en las cotizaciones internacionales.

Gráfico 7
EMBI Colombia



Fuente: JP Morgan y BBVA Research

Gráfico 8
IED (% del PIB, promedio 2000-2009)



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Colombia es una economía abierta, siendo sus principales socios comerciales Estados Unidos (37% de las exportaciones totales), la Unión Europea (15%), China (5%) y Ecuador (3%). El objetivo a futuro es diversificar los productos y el destino de las exportaciones, buscando nuevos mercados a los bienes que se exportaban a Venezuela, que en su mayoría son de origen industrial.

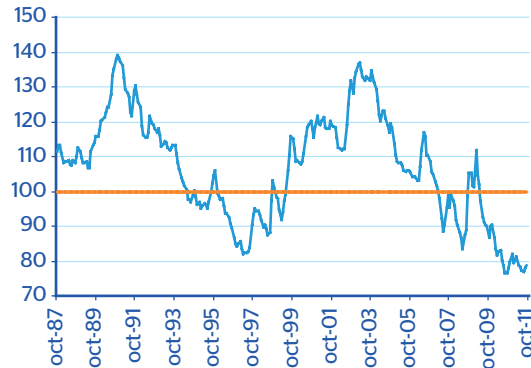
La política comercial durante los últimos años se ha enfocado en buscar acuerdos comerciales con las principales economías del mundo. El país también ha avanzado en la negociación de acuerdos comerciales con Corea del Sur, Panamá y Turquía, espera la ratificación del tratado con la Unión Europea, y ya ha firmado acuerdos con los Estados Unidos, Canadá, los Estados AELC (Suiza, Islandia, Noruega, Liechtenstein), Chile, México, y los países del triángulo norte (Guatemala, Honduras y El Salvador). Los acuerdos con los Estados AELC y Canadá entraron en vigencia en Julio y Agosto de 2011 respectivamente, mientras que el acuerdo con los Estados Unidos lo hará en 2013. Por otra parte se han firmado acuerdos de estabilidad tributaria con socios estratégicos como China, buscando atraer inversión extranjera directa lo cual constituye el primer paso para obtener un acuerdo comercial.

3.2. Política Cambiaria

El actual régimen de tipo de cambio flexible ha probado la capacidad de absorber choques externos, evitando fuertes ajustes de la demanda interna, como los ocurridos en la crisis de finales de los noventa bajo otro régimen cambiario

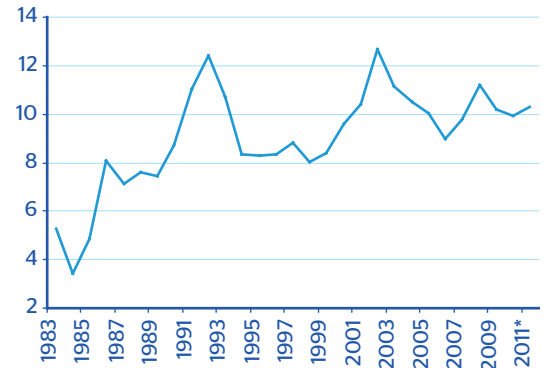
La política cambiaria se ha transformado durante las últimas décadas, transitando hacia una flexibilización del tipo de cambio. En los últimos 40 años existieron cuatro regímenes cambiarios diferentes iniciando con una paridad fija, que permitió enfrentar la bonanza cafetera de los años setenta, y terminando en una tasa de cambio flexible, la cual rige desde la crisis de finales del siglo pasado.

Gráfico 9
Índice de Tasa de Cambio Real (Base 1994)



Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Gráfico 10
Reservas internacionales (% del PIB)



* Previsión.

Fuente: Banco de la República y BBVA Research

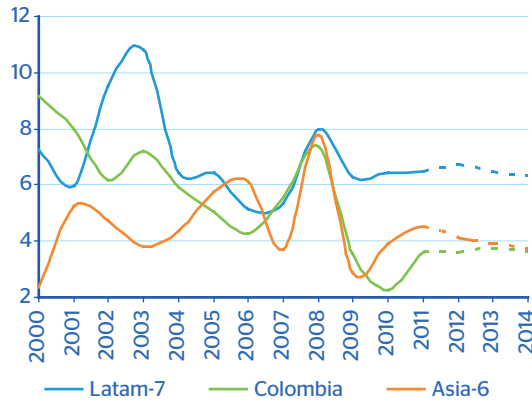
Desde que se adoptó el tipo de cambio flexible, la moneda colombiana ha vivido dos ciclos claramente diferenciados. El primero de ellos se dio hasta mediados de 2002 donde las monedas de los países emergentes sufrieron fuertes depreciaciones, asociadas con una etapa de elevadas primas de riesgo. El segundo período, posterior a éste y en el cual nos encontramos aún, ha sido de apreciación, explicado por los mayores flujos de inversión hacia la región y una importante mejoría de los términos de intercambio. No obstante, este segundo ciclo del tipo de cambio tuvo una desviación temporal como consecuencia de la crisis externa a finales de 2008 y hasta mediados de 2009. En este período de elevada incertidumbre global se puso a prueba la funcionalidad del tipo de cambio flexible para enfrentar choques externos sobre la cuenta corriente, permitiendo que el ajuste en el gasto interno fuera mucho menor que el asociado con la crisis de finales de los noventa.

3.3. Política Monetaria

El Banco de la República, independiente desde 1991, por medio de la estrategia de inflación objetivo ha sido capaz de reducir la inflación a niveles bajos y estables, coincidentes con la meta de largo plazo

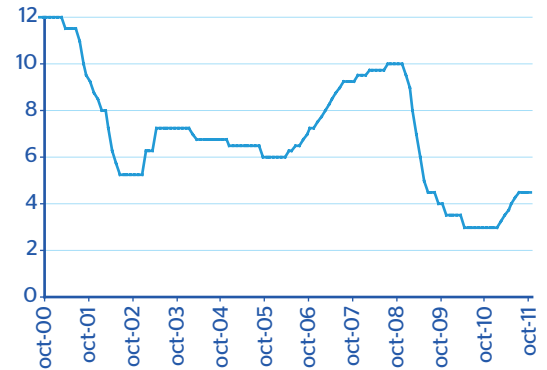
A diferencia de otros países de la región, a lo largo del siglo XX la economía colombiana nunca experimentó un episodio de hiperinflación. De hecho, a partir de 1991 los objetivos de la política monetaria en Colombia cambiaron radicalmente con la entrada en vigencia de la Constitución Política. El nuevo orden constitucional otorgó la independencia del Banco de la República y definió que su función primordial es mantener el poder adquisitivo de la moneda entendido como alcanzar una tasa de inflación baja y estable. A partir de 1991 se inició un proceso continuo de desaceleración de la inflación que la llevó a ser inferior a un dígito a lo largo de la primera década del siglo XXI, luego de la fijación del sistema de metas puntuales de inflación por parte del Banco de la República desde 2002 (ver gráfico 11).

Gráfico 11
Inflación de Colombia y países en desarrollo



Fuente: FMI y BBVA Research

Gráfico 12
Tasas REPO Banco de la República (% E.A)



Fuente: FMI y BBVA Research

La Junta Directiva del Banco de la República (JDBR) es el cuerpo colegiado encargado de tomar las decisiones de política monetaria, cambiaria y crediticia. A partir de 1999 con la flexibilización del tipo de cambio, la estrategia de política monetaria cambió por la de inflación objetivo, donde el instrumento principal es la tasa de referencia de corto plazo (REPO). De igual forma otro mecanismo utilizado para acelerar la transmisión de tasas son los encajes, los cuales fueron modificados en cuatro ocasiones entre mayo de 2007 y octubre de 2008. La fuerte reducción de la inflación, la capacidad de respuesta de política contracíclica en el marco de la crisis internacional de 2007-2008 y el generalizado reconocimiento de la competencia del Banco Central han validado su accionar y la importancia de su independencia.

Actualmente, la inflación se ubica dentro del rango meta de largo plazo, fijado entre el 2% y 4% anual por el Banco de la República. Asimismo, se espera que en los próximos años la ortodoxia monetaria característica en Colombia permita mantener la inflación dentro de este rango meta, a pesar las mayores presiones de precios provenientes del cierre de la brecha de crecimiento y del sostenido incremento en la cotización internacional de las materias primas.

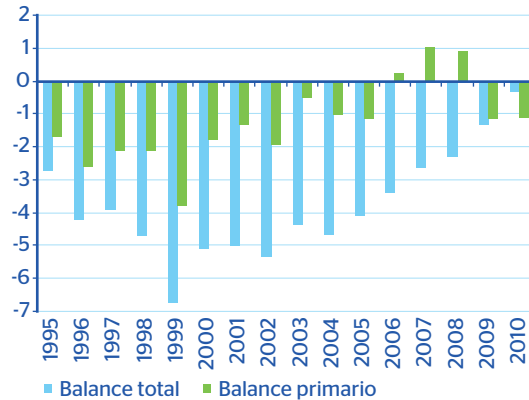
Uno de los retos principales de la política monetaria en los próximos años será definir el proceso de retiro del estímulo monetario sin afectar la senda de crecimiento sostenible de la economía. Asimismo, en este proceso deberá controlar las presiones sobre la apreciación del tipo de cambio que lo lleven a un desalineamiento considerable con respecto a su valor de equilibrio.

3.4. Política Fiscal

El mejor balance fiscal fue recientemente avalado por las firmas calificadoras internacionales al otorgarle el grado de inversión a los bonos soberanos de largo plazo en moneda extranjera. Las reformas recientemente aprobadas por el Congreso permiten esperar el logro de superávit primarios en el mediano plazo

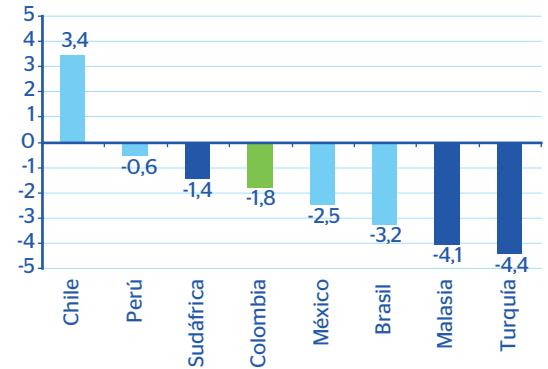
En las últimas décadas el Gobierno Nacional presentó resultados fiscales persistentemente deficitarios, como consecuencia del incremento del gasto no correspondido por un ritmo similar en los ingresos. Este desbalance determinó un crecimiento rápido de la deuda pública, tanto interna como externa, durante la década de los noventa. Mientras que en 1994 la deuda del Gobierno Nacional Central se ubicó en 16,4% del PIB, en 2003 alcanzó su máximo con un valor cercano al 50% del PIB. En la primera parte de la década pasada se hicieron importantes esfuerzos por corregir estos desequilibrios, haciendo que al cierre de 2008 la deuda se redujera a 36,4% del PIB, después de dos años consecutivos con un pequeño superávit fiscal primario. No obstante, la activación de los estabilizadores fiscales automáticos desde 2009, cuando se permitió un nivel alto de gasto público a pesar de la reducción de los ingresos, con el propósito de enfrentar la desaceleración económica, llevó a un aumento en el déficit fiscal (desde 2,3% del PIB en 2008 hasta valores cercanos a 4% en 2010 y de 3,5% en 2011) y en la deuda pública (hasta cerca de 37% del PIB actualmente).

Gráfico 13
Balance fiscal y primario y Total del GNC (%)



Fuente: Confis y BBVA Research

Gráfico 14
Déficit fiscal de Colombia se compara positivamente (% del PIB, promedio 2000-2010)



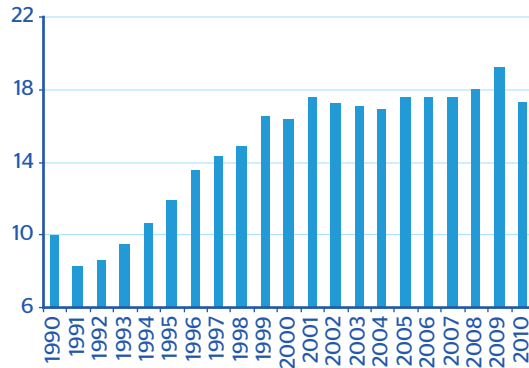
Fuente: FMI y BBVA Research

En los últimos años se destacan las estrategias para modificar la estructura de la deuda pública y alargar su perfil de vencimientos. En el primer caso se ha reducido la participación de la deuda externa hasta el 30% del total desde un nivel superior al 50% en 2002, disminuyendo así la exposición del país a episodios de fuerte devaluación o de cierre del mercado de capitales. En el segundo caso, la vida promedio del portafolio de deuda pasó de 5,4 años en 2000 a 6,7 años actualmente, mientras que la duración de la misma se ubica en 4,6 años con respecto a 3,7 años en 2002.

La mayor parte del gasto público es inflexible y cerca del 70% se encuentra comprometido por reglas constitucionales relacionadas con educación, salud y otras transferencias. Así mismo, Colombia se ha caracterizado por tener una estructura impositiva compleja, con continuas modificaciones en el régimen y con exenciones a ciertos grupos según la política de desarrollo en vigencia. Desde la década de los años setenta, cuando se iniciaron las reformas estructurales del sistema, se ha hecho en promedio una reforma tributaria cada tres años, dejando de lado aun muchos problemas estructurales, como la alta dependencia de los impuestos indirectos. Actualmente los ingresos del gobierno están conformados por 49,4% de impuestos directos (después de significar apenas 37% en 1980) y 50,6% de indirectos, de los cuales el 18% corresponde a tributos externos.

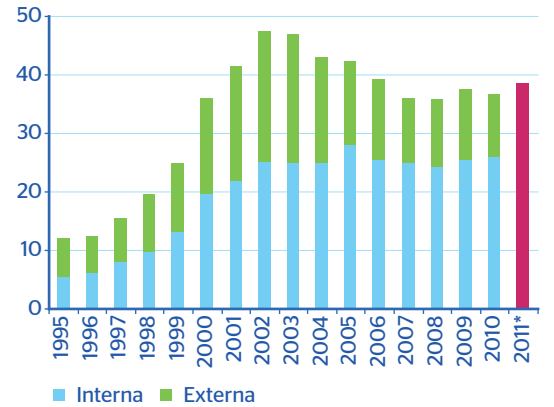
No obstante, existen dos avances significativos en el manejo de la política fiscal en Colombia. En primer lugar, las sucesivas modificaciones a la estructura tributaria permitieron duplicar el recaudo efectivo en las dos últimas décadas, pasando de 7% a 12,4% del PIB, sin generar grandes distorsiones sobre el desempeño del sector privado. En segundo lugar, en materia de financiamiento, el gobierno ha logrado una profundización del mercado interno de deuda pública y ha tenido oportunas emisiones externas de bonos, a tasas de interés históricamente bajas. Igualmente, a diferencia de otros países de la región, Colombia no ha declarado una moratoria en el pago de su deuda en los últimos 60 años, lo que le ha permitido tener los canales de crédito abiertos con las principales entidades multilaterales y con el mercado de capitales.

Gráfico 15
Gastos Totales GNC (% del PIB)



Fuente: Confis y BBVA Research

Gráfico 16
Deuda total del Gobierno Nacional Central (% del PIB)



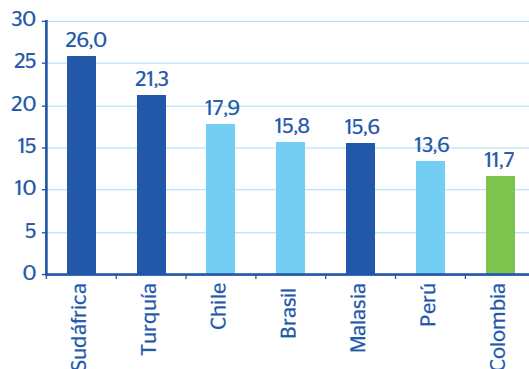
* Previsión.

Fuente: Banco de la República y BBVA Research

Un reto importante es lograr reducir los altos déficit estructurales vigentes. Un avance en esta materia es la aprobación reciente por parte del Congreso de reformas como la Regla Fiscal, y la reforma al sistema de distribución de las regalías. Estas leyes buscan fortalecer la sostenibilidad fiscal y corregir el déficit estructural del país, con el fin de generar ahorros en la parte alta del ciclo económico y en períodos de precios elevados para las materias primas que posibiliten implementar una política fiscal contracíclica.

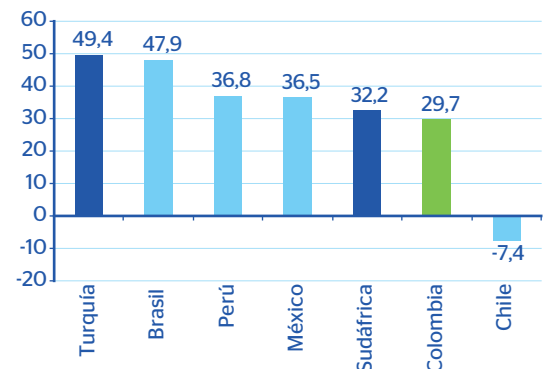
Otro punto pendiente en la agenda gubernamental es la simplificación del régimen tributario, el cual cuenta actualmente con múltiples exenciones y tarifas diferenciales. Un avance en este sentido fue la eliminación de la deducción tributaria por la adquisición de activos fijos, la cual había encarecido artificialmente el costo relativo del trabajo en los últimos años, y bien puede explicar los altos niveles de inversión en bienes de capital característicos en el ciclo reciente. De igual forma, el Gobierno anunció que presentará al Congreso en 2012 una reforma tributaria que simplificaría el estatuto tributario y favorecería la competitividad del sector privado.

Gráfico 17
Recaudo tributario Colombia y países en desarrollo (% del PIB)



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Gráfico 18
Deuda pública (% del PIB, promedio 2000-2010)



Fuente: FMI, Banco Central de Reserva del Perú y BBVA Research

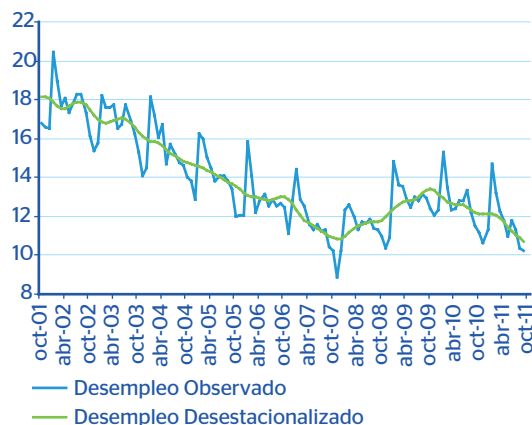
4. Mercado de trabajo

En la última década la tasa de desempleo se ha reducido desde niveles de 20% a cerca de 10%. Sin embargo, caídas adicionales en la tasa exigen reformas estructurales en materia de costos no salariales y salario mínimo

La economía colombiana se caracteriza por tener una tasa de desempleo elevada (gráfico 19). Esta situación refleja las diferentes distorsiones que enfrenta el mercado laboral que impiden una reducción estructural del desempleo, entre ellas los altos costos no salariales (aportes a la Seguridad Social, Servicio Nacional de Aprendizaje e Instituto Colombiano de Bienestar Familiar) que significan el 60% de un salario mínimo y la rigidez real de este último, el cual está indexado a la inflación por mandato constitucional y representa actualmente el 55% del salario medio. Esto condicionó que, a pesar del alto crecimiento de la economía durante 2006 y 2007 (el mayor en los últimos 30 años), la tasa de desempleo para las 7 principales ciudades del país no llegara a reducirse a los niveles que se observaron a mediados de la década de los noventa, a pesar de presentarse un crecimiento de la fuerza laboral similar al promedio histórico.

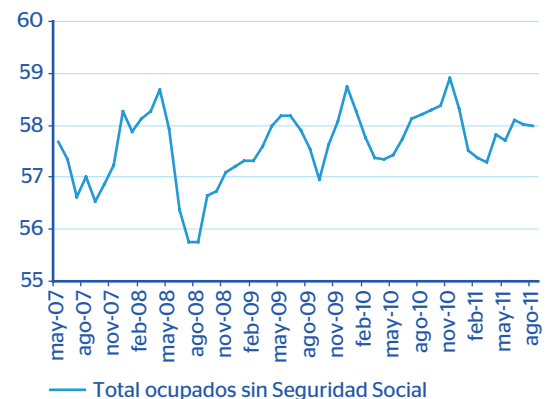
Estas distorsiones también han repercutido en la calidad del empleo colombiano, de tal suerte que el país presenta una de las tasas más altas de informalidad en la región, siendo las mujeres, los jóvenes y los trabajadores no calificados los más propensos a ubicarse en este sector del mercado laboral.

Gráfico 19
Tasa de desempleo (Total nacional, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 20
Informalidad laboral (Total ocupados sin seguridad social, %)



Fuente: DANE y BBVA Research

El mal funcionamiento del mercado laboral colombiano ha tenido repercusiones negativas sobre los indicadores de pobreza y ha impedido un correcto funcionamiento de los mecanismos de seguridad social en pensiones y salud, llegando a constituirse en una trampa de pobreza y uno de los principales inhibidores del crecimiento y desarrollo de la economía.

Uno de los principales desafíos que se enfrenta a mediano plazo es reducir sustancialmente la tasa de informalidad laboral, lo cual requiere una flexibilización del mercado de trabajo formal. Las propuestas para enfrentar este reto pasan por flexibilizar el salario mínimo y reducir los impuestos a la nómina —esto último implicaría financiar con cargo al presupuesto nacional los programas y gastos en seguridad social que actualmente se financian con dichos recursos—.

5. Análisis sectorial

En los últimos años, mientras que la agricultura y la industria perdieron participación, la minería y el sector financiero aumentaban su contribución al PIB total. Por tanto, un reto de la economía es el logro de un crecimiento balanceado por sectores, donde los recursos de la minería sean catalizadores de la expansión de otras actividades.

Industria

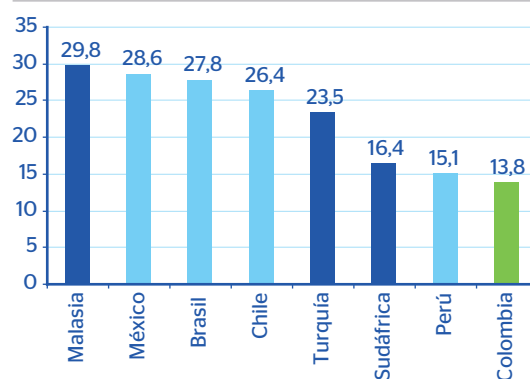
El surgimiento de la industria en Colombia fue uno de los más tempranos en América Latina, en parte como resultado de las políticas públicas encaminadas a la sustitución de importaciones desde mediados del siglo XX. Los sectores más representativos en la producción manufacturera de 2010 fueron alimentos y bebidas (22,5% del total de la industria), químicos (17,6%), textiles y confecciones (10,3%) y cemento y otros minerales no metálicos (7,6%), los cuales agruparon cerca del 60% del total de la industria.

La industria ha perdido participación en la producción nacional. Mientras que a mediados de la década pasada representaba el 14,2% del PIB, actualmente se ubica en 12,4% del PIB. Esta menor contribución se profundizó como resultado de las caídas consecutivas del sector durante 2008 y 2009 (de 5% en promedio), al tiempo que la economía se expandía al 1,8% en promedio. Una de las causas de esta menor participación fue sin duda el cierre del mercado venezolano para la mayor parte de los productos manufacturados.

La menor demanda externa ha determinado que la recuperación de la industria iniciada a mediados de 2009 se presenta en forma desigual, con importantes diferencias entre las ramas productivas según su exposición al comercio exterior. Es así que el panorama del sector dependerá de su estrategia en los mercados externos, pues en los últimos años se comprobó que la demanda interna no es suficiente para compensar el menor dinamismo de las exportaciones. Los tratados de libre comercio recientemente firmados, así como la próxima ratificación del TLC con los Estados Unidos, representan una oportunidad para ampliar la oferta exportadora Colombiana en economías desarrolladas.

Gráfico 21

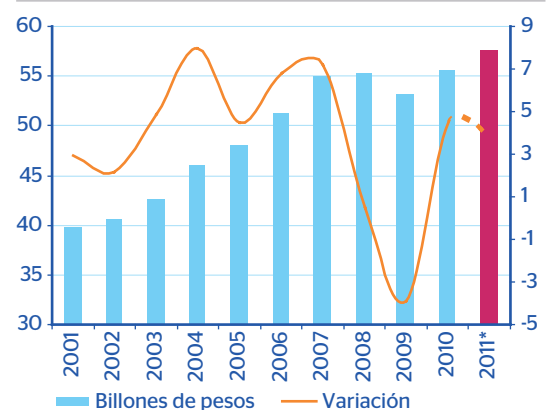
Participación de la industria
(promedio 2000-2009, %)



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Gráfico 22

Crecimiento de la industria



* Previsión.

Fuente: DANE y BBVA Research

Construcción

El sector de la construcción comprende el 6,4% del PIB, dividido en obras civiles (55%) y edificaciones (45%). En los últimos años el sector de obras públicas incrementó su participación en el sector, dado el mayor nivel de ejecución de recursos del Gobierno desde 2009, destinados a inversión en infraestructura. Sin embargo, el país continúa con niveles de atraso en materia de vías y comunicaciones. El cierre de esta brecha requiere de la acción conjunta del Estado y el sector

privado, de tal manera que se consoliden mejoras en el sistema de concesión de obras decisivas para el desarrollo del país. En los próximos años el sector de infraestructura será clave en el desarrollo del país y determinará el éxito de los tratados comerciales vigentes y de los próximos a concretarse.

El sector de la construcción de edificaciones es uno de los sectores que lideró el crecimiento en 2011 y lo hará en 2012. Actualmente esta actividad se encuentra respaldada por empresas de experiencia, con mejor planificación financiera y económica, lo cual agrega mayor resistencia a los ciclos de la construcción. El esquema de preventas por medio de la fiducia inmobiliaria, ha disminuido los riesgos de los constructores, compradores y financiadores.

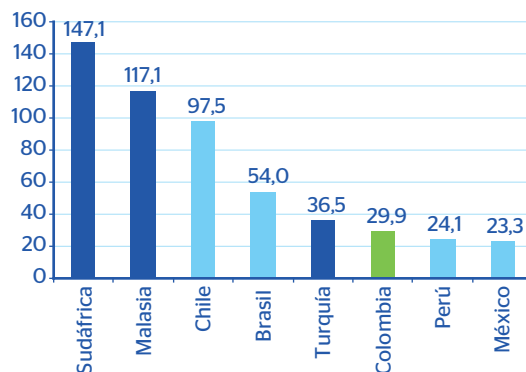
No obstante, la actividad inmobiliaria enfrenta obstáculos regulatorios que impiden un mayor crecimiento. Por el lado financiero, los límites a las tasas de interés y la baja protección a los acreedores ponen barreras a la oferta de crédito hipotecario. Por otra parte, el complejo marco regulatorio genera altos costos a los constructores que desincentiva la oferta de soluciones habitacionales para las familias de ingreso medio y bajo.

Sector Financiero

El sistema financiero se reformó como consecuencia de las crisis de mediados de los ochenta y de finales de los noventa, siendo esta última mucho más profunda y con mayores implicaciones en la transformación del aparato regulatorio. Por otro lado, el sistema pensional se reformó en 1993 con la creación de los fondos privados de pensiones, haciendo una transición de un sistema público a un sistema mixto en donde convive el sistema privado de contribución definida (régimen de ahorro individual con solidaridad), con el sistema público de beneficio definido (régimen de prima media con prestación definida).

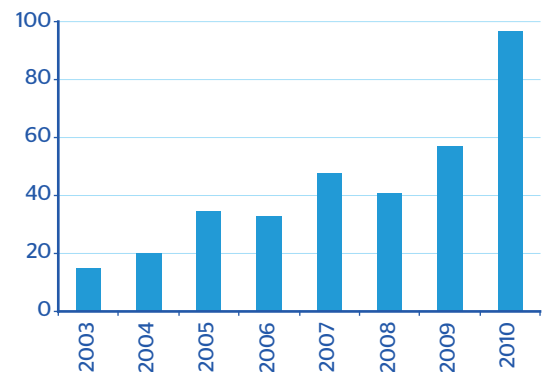
El sistema bancario está compuesto de 23 bancos de los cuales 12 son privados de propiedad local, que representan el 69% de los activos, 10 privados extranjeros, con una participación del 19% en los activos, y uno estatal con el 6% de los activos. En 1989 existían 40 bancos, los cuales por procesos de privatización, fusiones y adquisiciones, y en menor medida liquidaciones, han disminuido a la cifra actual. Los activos del sistema se encuentran concentrados en unos pocos bancos, donde los cuatro más grandes son privados y tienen más del 51% del total de los activos del sistema. Esto marca una diferencia la primera mitad de los noventa cuando los dos principales bancos en activos eran de propiedad estatal.

Gráfico 23
Crédito sector privado (% del PIB, 2009)



Fuente: Banco Mundial y BBVA Research

Gráfico 24
Capitalización bursátil (% del PIB)



Fuente: BVC y BBVA Research

La consolidación del sistema financiero no sólo se ha visto en las entidades financieras, sino en los entes supervisores. El supervisor del sistema financiero es la Superintendencia Financiera de Colombia (SFC), entidad que surge de la fusión de la Superintendencia Bancaria y la Superintendencia de Valores en el 2005. La SFC ha cumplido su labor desde un punto de vista técnico, vigilando el progreso de todo el sistema financiero y de seguros, en el marco de un sistema de supervisión prudencial congruente con la regulación financiera internacional. El Ministerio de Hacienda, como ente regulador del sistema financiero, ha anticipado su intención de

implementar algunas reglas de capital y liquidez de Basilea III, aunque no es claro su cronograma ni la forma en que se aplicarán las regulaciones.

Algunas medidas prudenciales se han adoptado en meses recientes, como el seguimiento más cercano a los indicadores de liquidez, o la modificación de las provisiones a créditos sin garantías, sin necesariamente haber adoptado formalmente las directrices de Basilea. Igualmente en 2007 se introdujo un modelo de provisiones contracíclicas al sistema bancario, en donde las entidades deben incrementar los niveles de provisión en los años de altas rentabilidades. Por otro lado los depósitos bancarios están protegidos a través de un seguro de depósitos (Fondo de Garantías Financieras -Fogafin) hasta por COP \$20 millones, que cubre al 97,9% de los usuarios del sistema.

El mercado de capitales en Colombia ha evolucionado positivamente. En el año 2001 las bolsas de valores de las principales ciudades del país, se fusionaron creando la Bolsa de Valores de Colombia (BVC). El mercado ganó eficiencia y profundidad, y ha tenido un desarrollo importante en tamaño y rentabilidad. Con la entrada en vigencia del Mercado Integrado Latinoamericano (MILA) en mayo de 2011, que integra los mercados de renta variable de Colombia, Perú y Chile, el mercado de capitales presenta un futuro prometedor, toda vez que se convierte en el primero en la región en número de emisores, el segundo en capitalización, y el tercero en volumen de transacción.

En 2010 las emisiones corporativas en la BVC se ubicaron en \$13,8 billones (2,6% del PIB), tres veces el valor de 2006 y el más alto en la historia. Sin embargo ésta es aún una fuente limitada de financiamiento y sólo las grandes empresas tienen acceso a este vehículo de financiación, especialmente en plazos de colocación superiores a 5 años. Los títulos más transados en el mercado de capitales son los papeles de deuda interna del Gobierno Nacional (TES), superando ampliamente los volúmenes de negociación del resto de activos financieros. Esto le ha permitido al Gobierno diversificar sus plazos de endeudamiento y lograr una curva de rendimientos con varios tramos hasta un plazo máximo de 15 años en el mercado local. Actualmente el gobierno desea extender el plazo de la curva de rendimientos, en la medida en que el mercado continúe desarrollándose y los inversionistas institucionales lo demanden.

La profundización bancaria es un proceso pendiente. Mientras que en 1995 el promedio de la cartera total como porcentaje del PIB se ubicó en 27%, en la actualidad es de 32%. Este indicador alcanzó un punto máximo a finales de la década de los 90, justo antes de la crisis financiera, indicando que la mayor cobertura no fue gracias a que el sistema llegara a un mayor número de personas, sino a un excesivo endeudamiento de los usuarios. La bancarización de la población sigue siendo muy baja. De acuerdo a ASOBANCARIA (2011), sólo el 57% de las personas tienen acceso a una cuenta de ahorro, mientras que sólo el 18% de la población mayor a 18 años tiene acceso a algún producto de crédito. En países de la región los indicadores de bancarización son más favorables, por ejemplo en Perú el 25% de la población adulta cuenta con una deuda bancaria, y en Chile el 25% de los hogares cuentan con un crédito del sistema financiero.

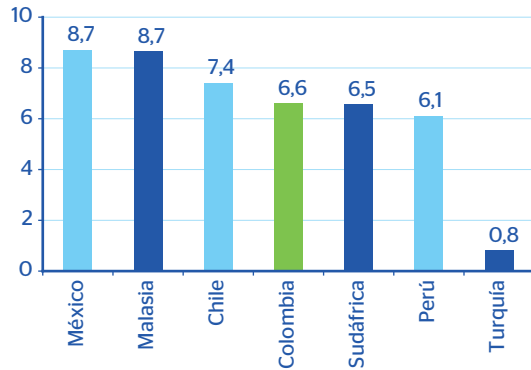
Algunas de las normas vigentes reducen la profundización bancaria como el límite a la tasa de interés de captación crediticia, conocida como tasa de usura, calculada como 1,5 veces el interés bancario corriente. Adicionalmente, las transacciones bancarias tienen un impuesto del 0,04%, (cuatro por mil), altamente perjudicial para la profundización financiera. En la reforma tributaria de 2011, se dictaminó eliminar este impuesto gradualmente a partir de 2014 y hasta eliminarlo por completo en 2018.

Petróleo, gas natural y minería

El sector minero y energético se ha convertido en uno de los motores de crecimiento, siendo el principal destino de la inversión extranjera directa. Asimismo las exportaciones relacionadas con este sector son el principal rubro dentro de las ventas al exterior.

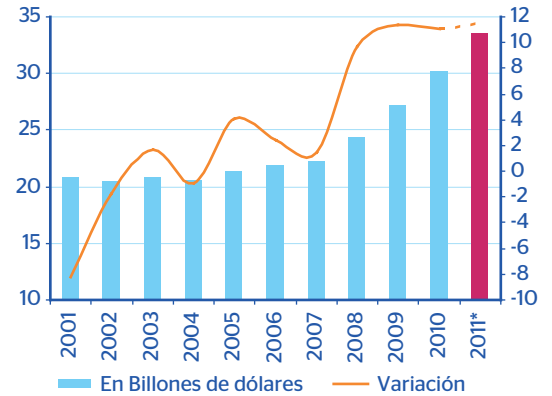
Colombia es abundante en fuentes hídricas, con altas reservas de carbón y gas natural, y reservas limitadas de petróleo. Sin embargo su ubicación geográfica hace pensar que existen altas posibilidades de tener reservas no descubiertas de petróleo, las cuales podrían llegar a 54,7 miles de millones de barriles equivalentes de petróleo, según el Ministerio de Hacienda. La principal empresa petrolera del país es ECOPETROL, una empresa de carácter jurídico mixto en donde el 88,2% de sus acciones son de propiedad del estado y el 11,8% restante es de propiedad privada transada en la Bolsa de Valores de Colombia,

Gráfico 25
Participación de la minería (promedio 2000-2010, %)



Fuente: Bancos centrales y Centros Nacionales de Estadística Mundial y BBVA Research

Gráfico 26
Crecimiento de la minería (%)



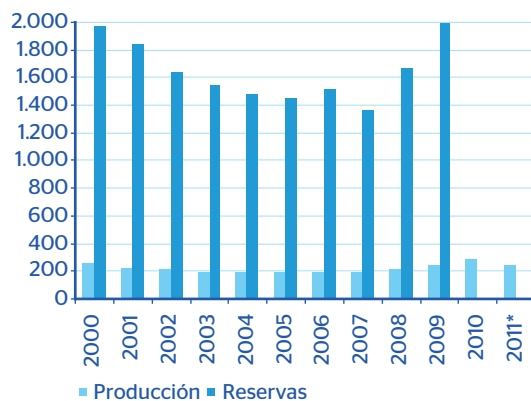
* Previsión.
Fuente: DANE y BBVA Research

Las reservas de crudo fueron de 2.000 millones de barriles en 2009, con una producción anual de 245 millones de barriles (287 millones en 2010), que equivale a una relación de producción a reservas cercana a 7 años. La producción de barriles de crudo al día se ubica en 950 mil con una meta de producción al 2015 superior al millón. Una de las estrategias para aumentar las reservas de petróleo ha sido incrementar la exploración de pozos facilitando el proceso de adjudicación de este tipo de contratos.

El carbón es la principal fuente de explotación minera, y existen reservas importantes y de alta calidad como son los casos de las minas del Cerrejón y La Loma, y los yacimientos en las cuencas cundiboyacense. El país históricamente ha sido productor de carbón con la participación de empresas de Estados Unidos y Sudáfrica.

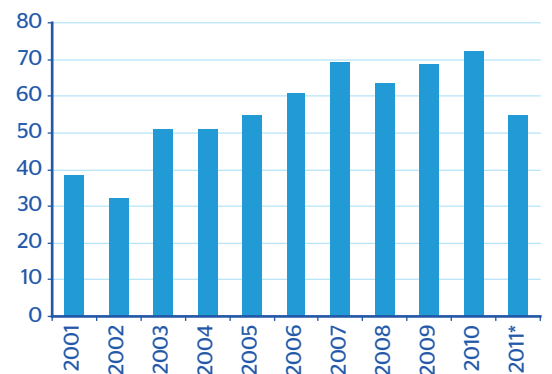
Por otro lado, el país ha venido desarrollando una serie de políticas que buscan estimular la producción de fuentes alternativas de combustible, como el cultivo de palma africana y de caña de azúcar, que buscan posicionar a Colombia en el mercado de la generación de energía renovable.

Gráfico 27
Reservas y producción anual de petróleo (Millones de barriles)



* 2011: Año corrido a septiembre.
Fuente: ANH y BBVA Research

Gráfico 28
Exportaciones de Carbón (Millones de toneladas métricas netas)



* 2011: Año corrido a agosto.
Fuente: DANE y BBVA Research

6. Conflicto interno y post conflicto

La política de seguridad iniciada en la década pasada ha sido exitosa en reducir los índices de violencia y la influencia de los grupos armados al margen de la Ley sobre el territorio nacional. El objetivo de las instituciones gubernamentales en el proceso de post-conflicto actual es sentar las bases necesarias para la reconciliación nacional.

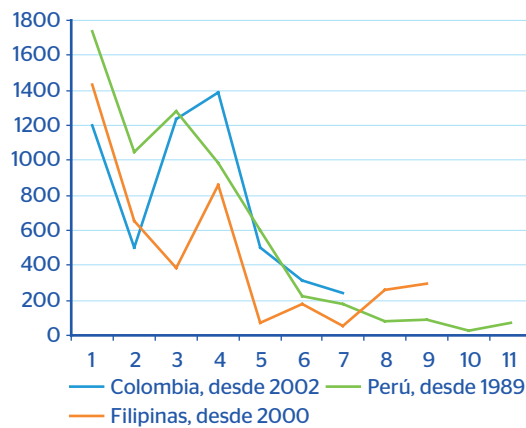
Una de las características idiosincrásicas del país es la convivencia de la actividad productiva y la economía formal, con un conflicto armado interno y una economía ilegal dedicada al cultivo y comercialización de narcóticos. El conflicto interno colombiano tiene sus orígenes en las luchas campesinas armadas de mediados del siglo XX que proponían un cambio en la distribución de la tierra. Actualmente, los grupos armados al margen de la ley encuentran una fuente importante de financiación en el narcotráfico y han perdido parte de sus motivaciones políticas. La explosiva combinación de narcotráfico y guerrilla en las zonas rurales dieron origen a fuerzas de defensa privadas (paramilitares) que se convierten en un nuevo actor en el conflicto y usan técnicas tanto o más violentas que la guerrilla para obtener sus objetivos.

Desde el año 2002, una nueva estrategia de enfrentamiento con los grupos armados ilegales y de control del territorio nacional por parte de las fuerzas armadas logró disminuir la intensidad del conflicto y debilitar a los grupos armados al margen de la ley. En la actualidad, los niveles de seguridad para la población son muchos más altos, y ya se están desarrollando temas relacionados con el post-conflicto que hacen prever mejoras adicionales en el futuro próximo.

De esta forma, Colombia está viviendo en simultánea un conflicto con grupos al margen de la ley y un proceso de post-conflicto donde se están construyendo las bases para un proceso de reparación a las víctimas y reconciliación nacional. Estas condiciones le dan muchos matices a la situación política colombiana pero no afecta en líneas generales el desempeño de la economía colombiana, la cual responde a sus fundamentales e instituciones.

Gráfico 29

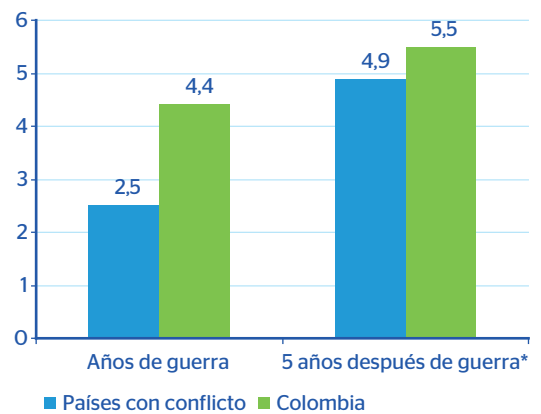
Muertes a causa del conflicto desde año pico países seleccionados



Fuente: Uppsala Conflict Data Programme

Gráfico 30

Crecimiento del PIB en años de conflicto y post-conflicto (% , Colombia y países seleccionados)



*Para Colombia se toma 2002-2010 como periodo de guerra y proyecciones de 2011-2015 como post-conflicto.
Fuente: Davies (2008) y BBVA research

Referencias

- ASOBANCARIA (2011). Informe de inclusión financiera 2006-2010. Dirección de Sistemas de Pago y Bancarización.
- Bernal, R. et al. (2009). Desarrollo económico: retos y políticas públicas. En Documentos CEDE, 2009 (1).
- Davies, V. (2008) "The Macroeconomics of Post-Conflict Economic Recovery". Post-conflict economic recovery. Enabling local ingenuity. United Nations of Development Programme.
- Departamento Nacional de Planeación - DNP (2005). Visión Colombia segundo centenario: 2019. Bogotá. Planeta
- Fondo Monetario Internacional - FMI (2009). World Economic Outlook 2009: Crisis and Recovery. Washington.
- Garay, L. J. (1998). Colombia: Estructura industrial e internacionalización 1967-1996. En L.J. Garay (Comp.), La industria de América Latina ante la globalización económica (pp. 287-307). Bogotá: DNP y Colciencias.
- Gasparini L. y L. Tornarolli (2007): Labor Informality in Latin America and the Caribbean: Patterns and Trends from Household Survey Microdata. Centro de Estudios Distributivos, Laborales y Sociales, Universidad Nacional de la Plata, Febrero 2007. Argentina.
- GRECO (1999). El crecimiento económico colombiano en el siglo XX: aspectos globales. En Borradores de Economía, (134), Banco de la República.
- GRECO (2002). El crecimiento económico colombiano en el siglo XX. Bogotá: Fondo de Cultura Económica.
- International Transparency (2008). Global Corruption Report. Berlin.
- Iregui, A.M., Ramos, J. y Saavedra, L.A. (2001). Análisis de la descentralización fiscal en Colombia. En Borradores de Economía, (175), Banco de la República.
- Kalmanovitz, S. (1999). La política fiscal Colombiana en un contexto histórico. En Borradores de Economía, (112), Banco de la República.
- Maloney, W. F. y J. Núñez (2001). "Measuring the Impact of Minimum Wages: Evidence from Latin America." Policy Research Working Paper N° 2597. Banco Mundial.
- Montenegro, A. y R. Rivas (2005). Las piezas del rompecabezas: desigualdad, pobreza y crecimiento. Bogotá: Taurus.
- OECD (2006). PISA 2006 Science competences for tomorrow's world. Volume 1: Analysis. Paris.
- PNUD (2008). Informe de Desarrollo humano 2006. Nueva York.
- Posada, C.E. y Rojas, A. (2008). El crecimiento económico colombiano: datos nuevos y modelos viejos para interpretar el período 1925-2000. En Borradores de Economía, (480) Banco de la República.
- Ramírez, M.T. (1999). The Impact of Transportation Infrastructure on the Colombian Economy. En Borradores de Economía, (124), Banco de la República.
- Ramírez, M.T. y Esfahani, H. S. (1999). Infrastructure and Economic Growth. En Borradores de Economía, (123), Banco de la República.
- World Economic Forum (2008). Global Competitiveness Report 2008-2009. Davos.

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

María Paola Figueroa

mariapaola.figueroa@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

Jane Krupskaja García

jane.garcial@bbva.com

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com

Maria Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

Julio César Suárez

julio.suarezl@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

China

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Coordinación Latam

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbvafrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

*Economías Desarrolladas:***Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

sfernandezdelis@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 11448

E-mail: researchcolombia@bbva.com.co