

2 Estructura actual del mercado inmobiliario en Colombia

Déficit de vivienda se redujo, pero se mantiene una demanda potencial elevada
Estimaciones del Gobierno con datos a 2012 muestran que el déficit cuantitativo de vivienda se ubicó en 554.087 unidades. Esto significó una reducción considerable del déficit en términos relativos desde el censo de 2005, cuando el 12,6% de los hogares no tenía vivienda, hasta un 5,5% en 2012. El avance es destacable si se tiene en cuenta que la población creció durante ese período 8,6% y los hogares 21,8%, siendo mayor el incremento en el segundo por la reducción en el número de personas en cada familia. En efecto, en 2005 cada hogar tenía en promedio 3,9 personas y en 2012 fueron 3,5 personas. En términos absolutos, se logró reducir el faltante de viviendas en 477 mil unidades en esos siete años. Asimismo, **en 2012 el déficit cualitativo se ubicó en 1.093.006 unidades, una reducción de 7,8% y 92 mil unidades desde 2005.** Así, el porcentaje de hogares con vivienda en condiciones deficientes es 10,9%, frente a 14,4% en 2005. **El déficit total (cuantitativo y cualitativo) se ubicó en 27% de los hogares, equivalente a 1.647.093 unidades.**

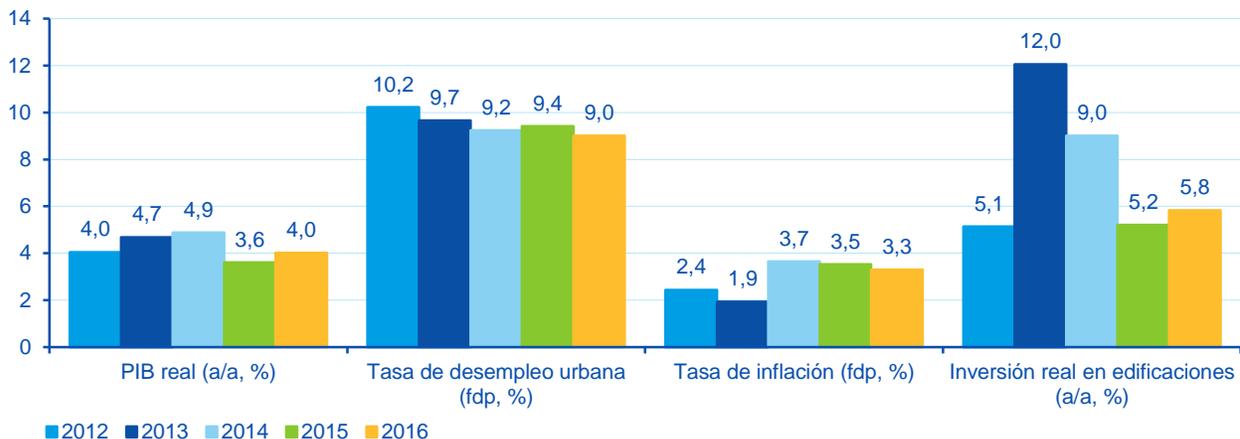
Aumento en ingresos de los hogares también significa una elevada demanda

En 2014, el PIB per cápita del país se ubicó en USD 13.460 ajustado por paridad de poder de compra, más del doble del observado en el año 2000 (USD 6.620) y significó un incremento notable en el ingreso *per cápita* promedio en un hogar. Cada persona del hogar tiene un ingreso mensual equivalente a COP 538 mil (en pesos de 2013), un 50% superior al valor de 2003 (después de descontar la inflación). Es decir, una familia promedio colombiana, con 3,5 personas por hogar, tiene una renta mensual promedio de COP 1,9 millones (pesos 2013).

Según nuestros cálculos, el porcentaje de personas en clase media, media alta y alta (personas con ingresos superiores a USD 15.000 al año) pasó del 13% al 20% entre 2006 y 2014. Esto significó un aumento en 3,1 millones de personas en estos niveles de ingreso durante los ocho años. Hoy hay 15,6 millones de personas con ingresos bajos, 24,4 millones en el rango medio-bajo, 4,4 millones en clase media-media, 3,9 millones en clase media-alta y 4,9 millones en clase alta (se puede ver la definición de clase media en el Observatorio [Explosión de la clase media emergente](#), pág. 3). Sin duda, esto es el resultado de la estabilidad económica del país, con altos crecimientos, bajas inflaciones y reducciones del desempleo (Gráfico 2.1).

Gráfico 2.1

Condiciones macroeconómicas de Colombia: 2014 y esperado para 2015



Fuente: DANE y BBVA Research

Existe una alta proporción de la población con ingresos elevados que no es propietaria de vivienda. A 2013, el 43% de los hogares tenía una vivienda propia, el 4,1% la estaba pagando y el 16,3% vivía en usufructo con permiso del propietario. Además, **el 34,8% de los hogares vivía en arriendo.** Por nivel de ingresos, en el 20% de los hogares con mayores ingresos del país (quintil 5 a efectos técnicos), los cuales tienen **ingresos superiores a COP 15 millones mensuales por hogar, el 35,3% vivía en arriendo.** En el 20% siguiente (quintil 4), cuyos ingresos van de COP 9,4 a COP 15 millones, el 42,5% pagaba arriendo. Y en el 20% de ingresos intermedios (quintil 3), con ingresos entre COP 6,3 y COP 9,4 millones, el 44,6% estaba en arriendo.

Además, la demanda se concentró en apartamentos, sobre todo por los nuevos hogares que ingresan al grupo de altos ingresos. La proporción de los hogares que viven en casa, si bien sigue siendo la más grande, se redujo desde un 64,4% en 2011 a 57,2% en 2013. Al mismo tiempo, creció significativamente el porcentaje de hogares que vive en apartamento desde 30,6% en 2011 a 38,4% en 2013.

Finalmente, **un cambio estructural en la demanda por vivienda lo está determinando la mayor participación de la mujer en el mercado laboral y en los ingresos del país.** La participación de la mujer en el mercado laboral alcanza en este momento niveles superiores al 54%, duplicándose respecto a hace treinta años. Esto tiene que ver con las mejoras educativas. En efecto, las mujeres nacidas en 1954, lograron tener igual educación que los hombres de su generación, pero las nacidas después tuvieron más educación. Hoy en día, por cada cuatro hombres entre 25 y 40 años con un título universitario hay cinco mujeres universitarias. Además, aunque entran en proporciones similares a la universidad, la deserción de los hombres es 10 puntos más alta, y por lo tanto se gradúan más mujeres. Como resultado, hoy en día la proporción de los ingresos laborales que son reportados por mujeres son el 45% en el país (según las encuestas de hogares).

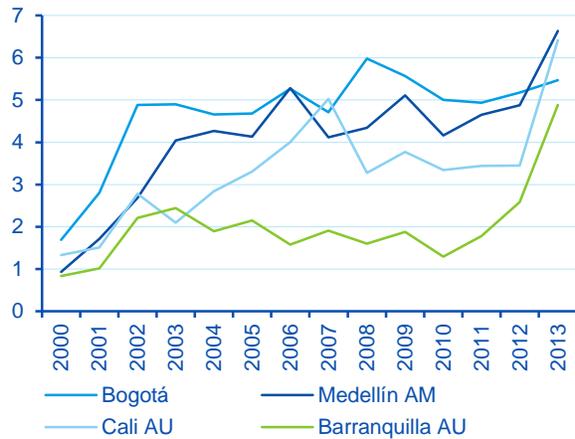
Construcción anual de vivienda es baja, aunque se aceleró notablemente en los últimos años

En este momento la construcción de vivienda se encuentra en los niveles máximos de la historia: se ubica en 230 mil viviendas formales (licenciadas) al año. Bogotá agrupa el 29% de las licencias (34% si se incluye Cundinamarca), seguida por Antioquia (12,7%), Atlántico (6,6%), Santander (6,5%) y Valle (6,5%). La participación es diferente en términos del valor de las ventas, en donde Bogotá y alrededores es el 50% nacional (35% sólo Bogotá), luego Antioquia (18,3%), Santander (8%) y Valle (7%).

Pero, ¿el nivel de construcción es realmente alto? Las unidades residenciales construidas en un año por cada mil habitantes es una medida estándar para valorar la magnitud de la oferta de vivienda nueva anualmente. En los gráficos 2.2 a 2.5 está el resultado de la medición desde el año 2000 o desde 2007, según la disponibilidad de datos del Censo de Edificaciones, para las principales ciudades del país. El promedio nacional se incrementó notablemente desde el año 2000, cuando se construían 1,6 unidades por cada 1.000 habitantes, hasta el año 2013, cuando se ubicó en 6,0 unidades. Este avance tuvo su explicación en la primera parte de la década por los avances en Bogotá, Medellín, Cali y el eje cafetero, siendo menos dinámica en Bucaramanga y Barranquilla. Más recientemente, el desempeño ha sido explicado principalmente por las ciudades intermedias (muy significativamente en Popayán y Neiva) y el impresionante repunte de Barranquilla desde 2010, si bien esta última se sigue ubicando por debajo del promedio nacional.

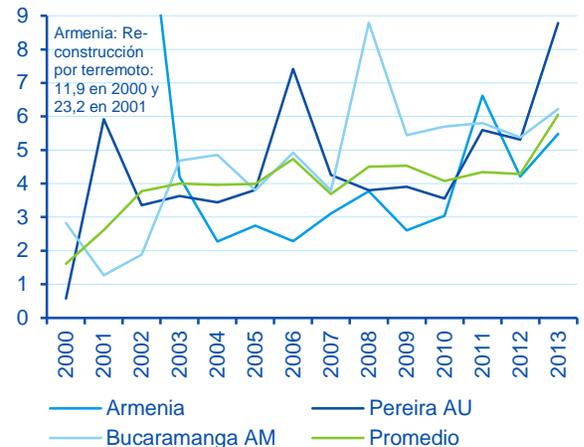
Cuando se comparan estas cifras a nivel internacional son todavía bajas, si se tiene en cuenta que Colombia aún tiene déficit habitacional. Por ejemplo, en Chile durante 2013 se construyeron 118,8 mil casas, a razón de 6,7 unidades por cada mil habitantes. Este valor está por encima del observado en Colombia, incluso cuando el déficit habitacional cuantitativo en ese país es inferior al 2%, según las estimaciones más recientes.

Gráfico 2.2
Construcción de vivienda por cada mil habitantes por ciudades*



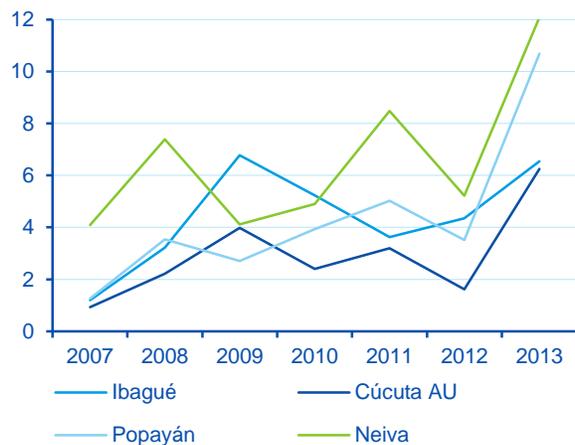
* Con disponibilidad desde 2000.
 Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 2.3
Construcción de vivienda por cada mil habitantes por ciudades y promedio nacional*



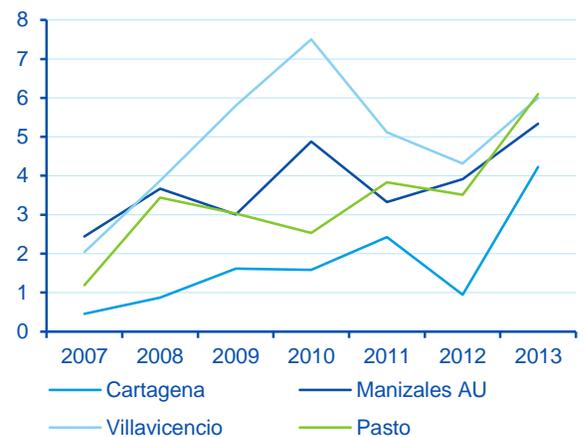
* Disponible desde 2000. Promedio: Bogotá, Medellín, Armenia, Pereira, Bucaramanga, Cali y Barranquilla desde 2000. Desde 2007, incluye además Cartagena, Manizales AU, Popayán, Neiva, Villavicencio, Pasto, Cúcuta AU e Ibagué.
 Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 2.4
Construcción de vivienda por cada mil habitantes por ciudades*



* Con disponibilidad de datos desde 2007.
 Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 2.5
Construcción de vivienda por cada mil habitantes por ciudades*



* Con disponibilidad de datos desde 2007.
 Fuente: DANE y BBVA Research

Para aumentar el volumen de construcción es necesario un buen diseño de los Planes de Ordenamiento Territorial —POT— en el país. Actualmente, muchas ciudades están en el ejercicio de crear las condiciones que regirán su urbanismo futuro o recientemente aprobaron su marco normativo. Los compromisos de las ciudades son la renovación urbana, la construcción en altura y la provisión de bienes públicos suficientes para promover la concentración en los centros de las ciudades y no en la periferia (Ver Recuadro 1).

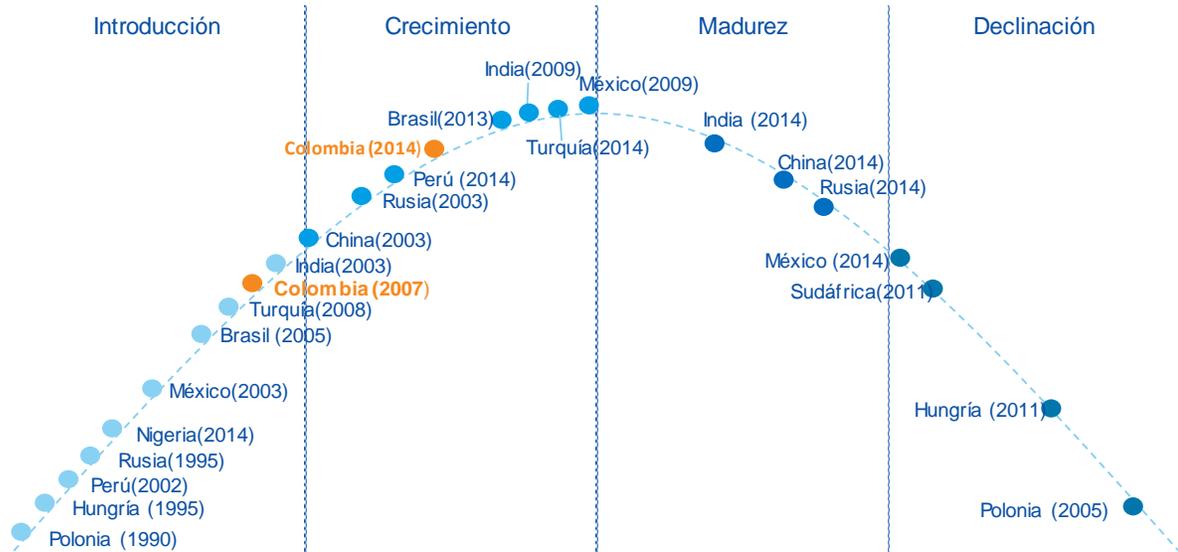
Colombia tiene espacio para aumentar la oferta no residencial

El número de metros cuadrados por habitante en centros comerciales en Colombia aún es bajo en comparación con otros países de Latinoamérica y, más aún, con países desarrollados. Chile tiene la mayor cifra en la región con 0,177 metros cuadrados en área arrendable por cada habitante y Venezuela se encuentra en segundo lugar con 0,122 metros cuadrados. Colombia se encuentra en el intermedio con 0,074 metros cuadrados por habitante, por encima de Brasil (0,057) y Perú (0,055). Argentina y México tienen tasas más bajas (0,033). Estos números son lejanos de los observados en Estados Unidos (2,215), Canadá (1,362) y Australia (0,916) (Asociación de Centros Comerciales de Colombia e *International Council of Shopping Centers*). En cuanto al número de centros comerciales, sin controlar por tamaño de cada país, México lidera (630 centros), luego Brasil (429), Colombia (183), Venezuela (168), Argentina (86), Chile (85) y Perú (38).

Por ciudades de Colombia, Medellín tiene la mayor penetración de los centros comerciales, si bien es en las municipalidades con menos de un millón de habitantes donde están creciendo más rápidamente (Montería, Yopal, Florencia y Pitalito). Medellín cuenta con 0,172 metros cuadrados en centros comerciales por cada habitante, luego Cali (0,169), Bogotá (0,152), Bucaramanga (0,104), Barranquilla (0,103), Ibagué (0,056), Armenia (0,042) y Sincelejo (0,033). Estas cifras se encuentran por debajo de las reportadas en Ciudad de México (0,24), Santiago de Chile (0,23) y Sao Paulo (0,20), si bien se comparan positivamente con las observadas en Buenos Aires (0,09). Por otra parte, el 60% de los nuevos proyectos (que durante 2014 fueron 54 centros) se están ejecutando en regiones intermedias, con centros comerciales entre 5.000 y 20.000 metros cuadrados. Estos nuevos desarrollos llevarán a que Valledupar y Villavicencio sobrepasen el promedio nacional de metros cuadrados por habitante e incluso superen a Medellín por ser ciudades en expansión (demográfica y económica) que se preparan para la demanda futura, la cual dependerá de la transición de los lugares de compra de los colombianos respecto al crecimiento de sus ingresos (Gráfico 2.6).

Gráfico 2.6

Ciclo del comercio moderno (penetración de las grandes superficies y del comercio especializado) Comparación internacional - países emergentes



Fuente: BBVA Research y ATKearney (2014)

Por otra parte, el mercado de oficinas en Colombia está liderado por Bogotá quien, a mayo de 2014, registraba un total de 1,72 millones de metros cuadrados en oferta, Medellín le seguía con 0,53 millones y más lejos se ubicaban Cali (0,16) y Barranquilla (0,08). Sin embargo, la penetración por cada 100 habitantes aún está lejos de las comparaciones regionales (Gráfico 2.7), principalmente de las ciudades pequeñas con alta actividad comercial como San José (Costa Rica) y San Juan (Puerto Rico).

Gráfico 2.7

Metros cuadrados en oficinas por ciudad y proporción por cada mil habitantes



Fuente: BBVA Research y ATKearney (2014).

Finalmente, en el mercado de bodegas, entre un 50% y un 60% de las empresas que utilizan servicios de bodegaje no son dueñas de las instalaciones. El tamaño promedio de las bodegas está entre 1.550 y 1.800 metros cuadrados, según la modalidad de propiedad. La creación de las zonas francas en Colombia promovió la construcción de complejos logísticos en Colombia, por las deducciones impositivas y otras facilidades para el comercio exterior.

Tabla 2.1

Indicadores relevantes para el mercado inmobiliario colombiano

Indicadores relevantes

Población (millones de habitantes, 2014)	48,0
PIB per cápita (Dólares corrientes PPP, 2014)	13.459
Extensión del territorio (miles de km ²)	1.141,7
Stock de vivienda (Miles de unidades, 2013)	12.965,1
Stock de vivienda por cada mil habitantes (2013)	270,02
Precio promedio de la vivienda (miles, 2014*)	158,1
Financiación bancaria de viviendas nuevas (% del total, 2014*)	47,5
Viviendas usadas financiadas (miles, 2014*)	55,5
Vida media de un crédito hipotecario (años, 2014)	Entre 8 y 10
Porcentaje medio del valor de la vivienda financiado (LTV, %, 2014)	54,8
Tasa de interés promedio crédito de vivienda (E.A., %, 2014)	10,9
Cartera hipotecaria** (% del PIB, 2014)	6,3

*Promedio entre septiembre de 2013 y septiembre de 2014. **Incluye leasing.

Fuente: DANE, FMI, Asobancaria, Superfinanciera y BBVA Research

Recuadro 1. Los Planes de Ordenamiento Territorial en el país

La planeación urbana en Colombia tiene al menos tres retos de mediano plazo. En primer lugar, determinar el tamaño de las ciudades y el tipo de expansión que quieren hacia adelante. En segundo lugar, aumentar la cantidad de espacio público en las ciudades, lo cual no sobrepasa los 4m² por persona en el país. Según la Organización Mundial de la Salud este indicador debe acercarse a 15m². En tercer lugar, mejorar la movilidad urbana, con desplazamientos más rápidos y de fácil acceso.

Precisamente, el año pasado se discutió el diseño de mediano plazo de las ciudades en Colombia en el marco de la aprobación de los Planes de Ordenamiento Territorial —POT's—. En muchas ciudades se aprobaron los POT's que regirán por al menos 13 años y en algunas se encuentra en discusión para aprobarse en la legislatura de 2015. La revisión de los textos aprobados o en proyecto permite verificar algunas coincidencias sobre los tres retos anteriores.

Crecimiento en los centros de las ciudades y mayor espacio público

El primer punto de encuentro en los POT's es el control a la expansión desbordada de las ciudades y la priorización por la ubicación céntrica de sus habitantes. La ventaja de esta política es el ahorro en infraestructura de vías, acueducto, electricidad, etc. que implica para los municipios. Además, reduce los desplazamientos de los habitantes y limita la congestión vehicular en traslados hacia los suburbios. Sin embargo, es exigente en términos de provisión de infraestructura más densificada en zonas céntricas con mayor demanda de servicios públicos y vías.

Para llevar a cabo esta propuesta, las ciudades tienen diferentes métodos. En Bogotá, el POT que propuso el Alcalde Petro (sin implementar) se basó en la construcción en altura, que reemplazaría el suelo que no estaría disponible en la periferia de la ciudad por restricciones ambientales que se le impusieron. Estos últimos aumentarán el espacio

natural del que dispondrá la ciudad, preservando muchos humedales, entre otros medios naturales.

En Medellín, se propone un cordón verde (Jardín Circunvalar) para la ciudad, el cual establecería los límites naturales para los asentamientos urbanos mediante una muralla ambiental. Esto evitará las construcciones urbanas periféricas, priorizará las zonas planas sobre las laderas y brindará más espacios públicos naturales. Para esto último también se hará un parque natural longitudinal a las orillas del Río Medellín.

En Cali, hay una combinación de expansión y densificación. El área de expansión urbana seguirá siendo el corredor Cali – Jamundí y se construirá la Ecociudad Navarro con un mínimo de 6.000 unidades de vivienda. Además, se aprobó la construcción en laderas con planes de mínimo 20 hectáreas en áreas que no sean de alto riesgo. Por otra parte, se establecieron áreas de densificación que están divididas en cuatro ejes: calle 25, algunos barrios del oriente (La Floresta, Saavedra Galindo, Rafael Uribe Uribe, Santa Mónica Popular, entre otros), calle 13 y barrios de la zona industrial (calle 8). Finalmente, se pretende aumentar el espacio público para la ciudad priorizando los proyectos ubicados en áreas con mayor déficit de espacio público.

En Barranquilla, la expansión no se impide por completo, pero estará supeditada a la infraestructura existente. Por otra parte, con el eje verde alrededor del río y otros proyectos se busca pasar de 0,87m² de espacio público por habitante a 6,2m² en 20 años.

En Bucaramanga, se restringió la construcción en zonas ambientales que colinden con municipios vecinos y otras zonas rurales y se disminuyó el suelo para la expansión urbana. Además, se limitaron las edificaciones altas en el área metropolitana. En cuanto al espacio público, se creó un fondo para financiarlo con los recursos que aportarán los constructores por compensación

urbanística. Se quiere aumentar de 4,5m² de parque por persona a 10m².

Prioridad del transporte público y del no motorizado

Las ciudades han cambiado sus objetivos de construcción de infraestructura desde las grandes avenidas para carros particulares, que incentivaron el uso del automóvil individual, hasta carriles exclusivos para el transporte público, ciclo vías y aceras para la movilidad peatonal. La idea final de estos planes es promover el menor uso del transporte motorizado por medio de la dotación de un transporte público rápido y más cómodo.

En Bogotá, el POT no implementado propone la densificación poblacional a lo largo de los corredores de las líneas del metro (a construirse) y transmilenio, mientras que prioriza el transporte no motorizado, peatonal y en bicicleta en las zonas céntricas.

En Medellín, se espera desincentivar el uso del vehículo particular y se prioriza el peatón. Así, cada Administración destinaría no menos de 50% del presupuesto para infraestructura vial, con 25% en rutas peatonales y de movilidad no motorizada y otro 25% en transporte público colectivo y masivo.

En Cali, se priorizó por construir infraestructura para el MÍO (buses públicos masivos) y por fortalecer las redes peatonales, tales como andenes, y de ciclorrutas y bicirrailes.

En Barranquilla, se fortalecerá el sistema integrado de transporte masivo y el uso de la bicicleta porque de los 1,8 millones de habitantes en Barranquilla y Soledad, sólo 0,1 millones usan transporte particular motorizado. Asimismo, se promueve la edificabilidad alrededor del sistema de transporte público.

En Bucaramanga, se promoverá un sistema de movilidad sostenible y el aumento del transporte no motorizado, con redes peatonales y de ciclorruta, que articulen las zonas de producción, los equipamientos urbanos y las zonas residenciales. También se propone un anillo vial externo para evitar que el tráfico regional (de las ciudades

cercanas) atraviese las áreas urbanas. Esto último es esencial porque un alto porcentaje de la población que trabaja en Bucaramanga vive en los municipios anexos al área metropolitana.

Conclusión

Una nueva visión de las ciudades, desde la recomendación de su tamaño, la movilidad y la dotación de espacios públicos fue la base de los POT's estructurados recientemente. Los puntos en común en ellos fueron: evitar el crecimiento periférico de los municipios, priorizando la densificación y la altura (excepto Bucaramanga) y la construcción segura y legal; promover la construcción cercana a las redes de transporte público; aumentar la dotación de espacios públicos y naturales; y favorecer el transporte público y no motorizado sobre el automóvil particular.

Por otra parte, además de la reglamentación en los POT's, que son de orden municipal, también está pendiente una posible Ley (actualmente archivada) que vigilará la sostenibilidad económica, ambiental y social de las edificaciones y que articulará las disposiciones nacionales con las decisiones municipales en cuanto al marco institucional para la construcción. Esta Ley tuvo mayor empuje por los problemas estructurales de un edificio en la ciudad de Medellín, que terminó colapsando.

En el Congreso, este hecho generó dudas sobre la capacidad reguladora en el sector, desde curadores y notarios hasta organismos ambientales de cada ciudad. Además, incentivó la inclusión de nuevos parámetros para la aprobación de licencias de construcción. Sin embargo, al día de hoy, la promulgación de esta Ley es muy incierta por las nuevas prioridades legislativas.

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

Fabián García
fabianmauricio.garcia@bbva.com

Mauricio Hernández
mauricio.hernandez@bbva.com

María Claudia Llanes
maria.llanes@bbva.com

Santiago Muñoz
santiago.munoz.trujillo@bbva.com

Estudiantes en práctica profesional:

Eugenio Camacho
eugeniojose.camacho@bbva.com

BBVA Research

Economista Jefe Grupo BBVA

Jorge Sicilia Serrano

Área de Economías Desarrolladas

Rafael Doménech Vilariño
r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso Lecourtois
miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jimenez González-Anleo
mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp
Nathaniel.Karp@bbva.com

Área de Economías Emergentes

Alicia García-Herrero
alicia.garcia-herrero@bbva.com

Análisis Transversal de Economías Emergentes

Alvaro Ortiz Vidal-Abarca
alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Le Xia
le.xia@bbva.com

México

Carlos Serrano Herrera
carlos.serranoh@bbva.com

Coordinación LATAM

Juan Manuel Ruiz Pérez
juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen
gsorensen@bbva.com

Chile

Jorge Selaive Carrasco
jselaive@bbva.com

Colombia

Juana Téllez Corredor
juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea Flores
hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López Meza
oswaldo.lopez@bbva.com

Área de Sistemas Financieros y Regulación

Santiago Fernández de Lis
sfernandezdelis@bbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio arubiog@bbva.com

Inclusión Financiera

David Tuesta
david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal
maria.abascal@bbva.com

Política de Recuperación y Resolución

José Carlos Pardo
josecarlos.pardo@bbva.com

Coordinación Regulatoria Global

Matías Viola
matias.viola@bbva.com

Áreas Globales

Escenarios Económicos

Julián Cubero Calvo
juan.cubero@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo Delgado
s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Oscar de las Peñas Sanchez-Caro
oscar.delaspensas@bbva.com

Interesados dirigirse a:

BBVA Research Colombia

Carrera 9 No 72-21 Piso 10
Bogotá, Colombia
Tel: 3471600 ext 11448
E-mail: bbvaresearch_colombia@bbva.com
www.bbvaresearch.com