

Situación Automotriz

Colombia

Año 2012
Análisis Económico

- **En 2013 y 2014 se venderán 315 mil y 325 mil vehículos, respectivamente.** Esperamos una recuperación de las transacciones de autos particulares, al tiempo que se de una ligera reducción de las ventas de vehículos de carga.
- **En los próximos años se puede profundizar el crecimiento de las importaciones de vehículos, principalmente los del segmento de alto valor.** Esto como resultado de las exenciones arancelarias que van a darse progresivamente tras la firma de tratados comerciales y su impacto sobre la reducción de los precios de los autos.
- **BBVA Research anticipa tasas de interés bajas durante todo el año 2013,** lo cual significará un incentivo al endeudamiento de los hogares y empresas para la compra de vehículos.
- **Colombia va a incrementar su parque automotor en 3,5 millones de vehículos entre 2010 y 2020, lo cual implica duplicar su stock actual.** Las ventas de automóviles en Colombia tienen una elevada elasticidad ingreso, lo cual es común en los países que se encuentran en una etapa de expansión.

Índice

1. Resumen	3
2. Introducción.....	4
3. La oferta automotriz	4
4. La demanda automotriz.....	9
Recuadro 1. Caracterización de la tenencia de motos y autos en los hogares	11
Recuadro 2. Parque automotor colombiano se duplicará en 10 años.....	14
5. Costos y precios del sector automotor.....	15
6. Financiamiento del sector automotor.....	16
7. Conclusiones.....	17

Fecha de cierre: 26 de diciembre de 2012

1. Resumen

En 2012 el sector automotor se desaceleró desde los máximos observados en 2011. En efecto, el índice real de producción de vehículos hasta octubre sólo creció 2,4% anual, comparado con un incremento de 22,4% un año antes. Esta moderación fue saludable para evitar incrementos excesivos en el volumen de inventarios.

En los próximos años se puede profundizar el crecimiento de las importaciones de vehículos, principalmente los del segmento de alto valor. Además, la **competitividad del sector dependerá críticamente de los avances en materia de infraestructura de carreteras y puertos** en el país, lo cual también determinará el desempeño exportador del sector de autopartes.

Colombia ocupa el segundo lugar en la producción de motocicletas en la región, después de Brasil, con una fabricación anual de 515 mil motos. Su posición dominante en escala de producción en el área andina podría darle a Colombia una ventaja relativa en el mercado regional.

El mercado colombiano cuenta aproximadamente con 68 marcas de automóviles. Las más vendidas son Chevrolet y Renault, las cuales provienen principalmente del ensamblaje nacional. A continuación están las marcas con mayor crecimiento en los últimos años: KIA y Nissan. Por su parte, los carros provenientes de China ahora significan un 6,6% del total, con elevado crecimiento en los años recientes.

Desempeño económico positivo de las ciudades intermedias se refleja en la mayor demanda automotriz. Las ciudades diferentes a Bogotá, Medellín y Cali aumentaron su participación en las ventas nacionales en 8,1 puntos porcentuales –pp– entre 2006 y 2012.

Un estudio por encuestas de hogares permitió comprobar que **la elasticidad de demanda de los vehículos es elástica en los deciles altos**, es decir, **la compra aumenta más que proporcionalmente que el ingreso de estos deciles.** Al contrario, **la compra de motos aumenta con el ingreso hasta el decil 6**, momento en el cual se convierten en bienes inferiores (que se reduce su demanda en mayores ingresos). La mayoría de los hogares que consumen motos y vehículos tienen jefatura masculina. **El consumo de motos se concentra en edades más tempranas que el de vehículos** y éste, a su vez, es más temprano que la compra de vivienda. **La formalidad y la mayor educación favorecen el consumo de autos y de motos**, siendo la segunda característica más marcada en el caso de los autos.

En 2013 y 2014 se venderán 315 mil y 325 mil vehículos, respectivamente. Nuestra perspectiva de ventas incluye una recuperación de las transacciones de autos particulares, pero sin alcanzar los niveles máximos observados en 2011. Al mismo tiempo, esperamos que se reduzca ligeramente el mercado de vehículos de carga, dados los niveles elevados de capacidad instalada que ha logrado el sector en los años recientes.

Colombia va a incrementar su parque automotor en 3,5 millones de vehículos entre 2010 y 2020, lo cual implica duplicar su stock actual e implicará una tasa anual de 7,9% en el incremento del parque. Las ventas de automóviles en Colombia, conjuntamente con algunos países asiáticos, tienen una elevada elasticidad ingreso, lo cual es común en los países que se encuentran en una etapa de expansión.

El costo de las materias primas del sector se encuentra contenido. El precio del hierro se redujo durante 2012 y se anticipa se mantendrán en niveles similares a los actuales. Asimismo, la fortaleza reciente del peso hizo que el costo logístico de importación de las partes a ser ensambladas en Colombia se redujera. **Esto ha determinado que los precios de los vehículos se mantuvieran relativamente estables**, beneficiando el poder adquisitivo de los hogares. En los próximos años esta tendencia de bajos precios debería continuar con la entrada gradual en vigencia del tratado con Estados Unidos, Europa y, posiblemente, Corea.

Al igual que las ventas de vehículos, **durante 2012 el crédito de vehículos se desaceleró, conjuntamente con un ligero deterioro de la calidad de la cartera.** Por otra parte, actualmente, se financia más del 58% de las transacciones de vehículos nuevos y el crédito promedio se ubica en COP 22 millones, permaneciendo relativamente estable en los últimos años. En perspectiva, BBVA Research anticipa tasas de interés bajas durante todo el año 2013, lo cual significará un incentivo al endeudamiento de los hogares y empresas para la compra de vehículos.

2. Introducción

En lo corrido de 2012 el sector automotor ha tenido un período de transición desde los niveles máximos de actividad vigentes en 2011. En efecto, las ventas de vehículos acumuladas entre enero y diciembre cayeron 2,6% anual, el valor de las transacciones hasta septiembre se contrajo 2% real anual y el índice de producción manufacturera en los primeros diez meses del año sólo creció 2,4% anual. Estos resultados son diferentes a las estimaciones que hacíamos hace un año, cuando esperábamos una ligera expansión del sector, no obstante, coinciden con la mayor desaceleración de la economía, con respecto a lo esperado a finales del año anterior.

El comportamiento ha sido disímil entre los tipos de automóviles, Mientras que los vehículos con uso comercial y de carga han continuado con un balance positivo, sólo moderado en el primer semestre por cambios en los beneficios tributarios, los automotores de uso particular han caído más de lo esperado, en parte por el retroceso de la confianza de los hogares durante el segundo y el tercer trimestre del año, aunado a la menor reducción de la tasa de desempleo a partir de julio.

Nuestras estimaciones de las ventas de automóviles en 2013 y 2014 incluyen crecimientos muy cercanos a cero, con un mayor aporte de los vehículos particulares, con respecto a su comportamiento actual, y una continuación de los máximos de las operaciones comerciales en línea con el mayor avance del comercio y los servicios logísticos basados en tratados comerciales.

Tabla 1

Indicadores relevantes para el mercado automotriz colombiano

Indicadores relevantes	
Población (millones de habitantes, 2012)	46,6
PIB per cápita (Dólares corrientes, 2012)	7.842
Extensión del territorio (miles de km ²)	1.141,7
Red Vial (miles de km, 2011)	214,4
Parque Automotor por cada 1000 habitantes (2011)	80,2
Antigüedad del Parque Automotriz (año, 2011)	15,2
Ventas de autos nuevos (miles de unidades, 2012)	316,0
Precio promedio de autos (COP Millones, 2012)	34,5
Vehículos nuevos financiados (% de ventas de Autos Nuevos)	58,0

Fuente: ANDI, Banco de la República, DANE, DNP, Econometría Ltda, Encuesta FTS UNCRD/BID 2011, FENALCO, Ministerio de Transporte, CEPAL y BBVA Research

3. La oferta automotriz

En 2012 se moderó la tasa de crecimiento del sector automotor

El sector automotor (ensamble de vehículos y motocicletas y producción de autopartes) significa el 4% de la producción industrial nacional, con un valor de la producción en fábrica de COP 0,6 bn. (0,1% del PIB) y la generación de 24,8 miles de empleos, en su mayor parte formales. En 2011 la industria automotriz colombiana produjo 154.291 carros (con un crecimiento de 20,3% anual), de los cuales más del 90% fueron comercializados en el mercado nacional. Este nivel de producción se ubicó en el segundo lugar histórico de mayor producción local por detrás de los 181.941 vehículos ensamblados en 2007 (Gráfico 1).

Las empresas de ensamblaje nacional han perdido participación en el mercado en la última década. Mientras que en 2001 concentraron el 66% de las ventas, en la actualidad su aporte es del 45%. Al contrario, otras empresas de reciente penetración han logrado posicionarse fuertemente en el mercado. Tal es el caso de Metrokia y Hyundai, las cuales aumentaron de 9%

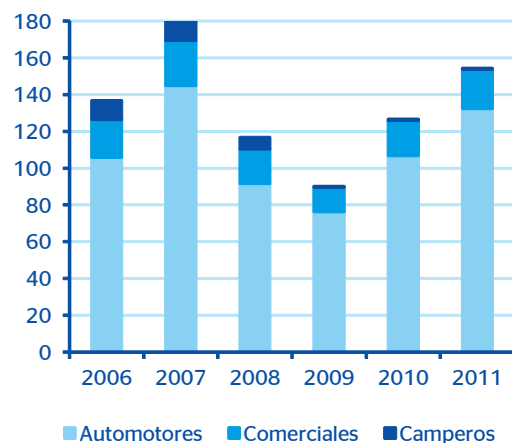
a 18% su participación conjunta. Asimismo, las empresas chinas pasaron de significar menos del 1% de las transacciones del sector a un 6,6% actual en el mismo período de tiempo. Esta tendencia podría profundizarse en los próximos años pues algunas marcas chinas han logrado posicionarse en usos específicos por su menor costo, tales como camionetas familiares.

La producción de automóviles en Colombia se encuentra dividida entre cuatro ensambladoras (Gráfico 2): Colmotores (56% de participación), C.C.A. (8%), Hino (3%) y Sofasa (33%). Las dos primeras tienen línea de producción de automóviles y vehículos comerciales, Hino sólo oferta autos comerciales y Sofasa únicamente ensambla carros particulares. En total, la oferta interna se encuentra concentrada en automóviles (86%), con una contribución menor de los comerciales, los cuales pasaron de significar 15% en 2006 a 14% en 2011.

Durante 2012 la industria automotriz ha tenido una moderación de la actividad. El índice real de producción de la industria manufacturera en lo corrido del año hasta octubre sólo creció 2,4% anual, comparado con un incremento de 22,4% anual que registraba en los primeros nueve meses de 2011. Esta moderación se profundizó en el tercer trimestre de 2012, pero los indicadores líderes disponibles a la fecha anticipan una recuperación leve del sector a finales de año e inicios de 2013.

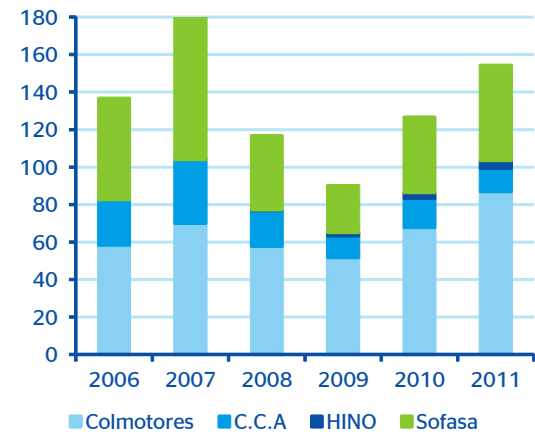
No obstante, el sector automotor fue capaz de adaptarse a la nueva dinámica, evitando incrementos excesivos en el volumen de inventarios. En efecto, mientras que en 2011 la acumulación total de existencias alcanzó más de ocho mil unidades, en lo corrido del año hasta octubre el sector ha reducido en mil unidades este stock. Hacia delante, este menor nivel de inventarios permitirá un incremento en la producción, dado el mejor entorno de crecimiento en Latinoamérica, mercado que llegó a significar más del 38% de la producción nacional, y el repunte del consumo de los hogares.

Gráfico 1
Producción interna por tipo de automóvil.
En miles de unidades



Fuente: Asopartes (Manual Estadístico No. 32) y BBVA Research

Gráfico 2
Producción interna por empresa.
En miles de unidades



Fuente: Asopartes (Manual Estadístico No. 32) y BBVA Research

Se mantiene solidez de las empresas del sector

El sector automotor actualmente cuenta con nueve empresas activas en la actividad de ensamblaje de automóviles (particulares, comerciales, pasajeros y carga). Sólo tres de ellas (SOFASA, CCA y GM) agruparon el 97% de la producción, según la cámara automotriz de la ANDI. En el año 2011, estas tres firmas tuvieron ingresos operacionales por COP 5,7 bn. (0,9% del PIB), aportando el 57% del total de los ingresos del sector (incluyendo empresas fabricantes de autopartes).

Las empresas del sector automotor se caracterizan por tener un elevado respaldo patrimonial en su actividad. De hecho, en 2011 la relación entre activos y pasivos del sector sobrepasó el 200%, determinando que el endeudamiento financiero se ubicara en sólo el 23% de su patrimonio.

Actualmente, según las encuestas de confianza disponibles, el uso de la capacidad instalada en la industria automotriz es del 66%, ligeramente por debajo del 68% que presentó el sector en 2011. Por lo tanto, la producción nacional tiene un espacio amplio de expansión, hasta llegar a un máximo de 320 mil vehículos producidos al año, el nivel máximo cuando se establecen dos turnos de producción.

La elevada capacidad productiva de las empresas les va a permitir hacer una transición hacia el modelo de fabricación, desde el actual ensamblaje, en los próximos años. En efecto, está en marcha un proyecto de USD 200 millones para la Reconversión Industrial del País, liderada por una de las firmas del sector, que tiene el objetivo de fabricar las carrocerías de los vehículos y algunas autopartes para surtir el mercado nacional y regional. Esta sería la tercera planta de producción en Suramérica, conjuntamente con Argentina y Brasil, generando ganancias de competitividad destacables sobre todo en el área andina.

En esta misma línea, se acaba de crear el centro de desarrollo automotriz, el cual plantea inversiones por USD 60 millones en 10 años para promover la innovación en el sector. El resultado final de estas iniciativas será la ampliación de la capacidad productiva en cerca de 60 mil vehículos anuales en los próximos cinco años, adicionales a la capacidad actual (a dos turnos) de 320 mil.

Las importaciones de vehículos provienen principalmente de México y Corea

Durante 2011 se importaron 211.240 vehículos, de los cuales 58% fueron automóviles, 13% camperos y 29% comerciales. Estos últimos, conformados sobre todo por pick-ups, tractomulas y volquetas, han ganado participación desde 2009, cuando significaron un 23% del total, gracias a la mayor demanda de actividades mineras y de carga. Al contrario, la oferta de camperos importados presenta la menor dinámica, reduciendo su participación desde 19% en 2010 a 13% en 2011.

Las importaciones sumaron USD 4,4 miles de millones, que se concentraron en un 55% en las cuatro primeras empresas. Los países con el mayor vínculo comercial con Colombia son México (28% del total) y Corea (23%), precisamente con los cuales Colombia pretende incrementar el comercio exterior a partir de los tratados de libre comercio (ver siguiente apartado). Los automóviles con un valor promedio más elevado provienen de Holanda e India. Al contrario, los vehículos de menor costo, en promedio, son traídos desde Corea (Gráfico 3).

En los próximos años se puede profundizar el crecimiento de las importaciones de vehículos, principalmente los del segmento de alto valor. Esto como resultado de las exenciones arancelarias que van a darse progresivamente tras la firma del tratado de libre comercio con Estados Unidos y la entrada en vigencia de nuevos convenios con Europa y Corea. Además, este grupo de vehículos cuenta con la protección efectiva más alta en la actualidad (más del 55%), lo cual se irá reduciendo con la nueva regulación en materia de tributación interna (IVA) y arancelaria con países dentro de tratados.

Colombia puede ampliar su capacidad exportadora a la región Andina, pero mantiene retos importantes en materia de competitividad

En 2011 Colombia exportó 13 mil vehículos, de los cuales el 69% fueron producidos por Sofasa (Gráfico 4). Este nivel se ubicó muy lejos de los 71 mil vendidos al exterior en 2007, además implicó la desaparición de los envíos de camperos, que anteriormente significaban el 10% del total. Sobresale, sin embargo, la apertura exportadora de la empresa Hino en la línea de vehículos de carga, si bien la cifra aún es pequeña en términos absolutos: tres mil unidades.

La región andina (Colombia, Perú y Chile) es un mercado de USD 758 mil millones y 803 mil unidades de vehículos vendidos al año. Actualmente, las exportaciones colombianas a estos tres países son inferiores a 10.000 unidades, reflejando un espacio de penetración aún importante dado que ninguno de estos países tiene tradición importante en materia de producción. Asimismo, los mercados de Ecuador y Venezuela, que habían logrado ubicarse en cerca de 70 mil unidades, hoy en día significan un valor inferior a 15 mil unidades exportadas, en su mayor parte al mercado ecuatoriano.

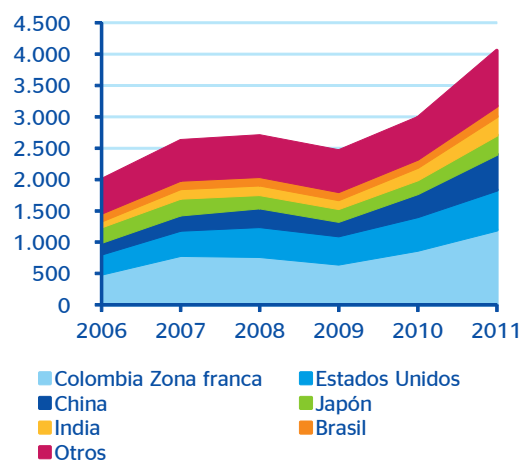
Las exigencias en competitividad para el país son mayores con la firma de tratados comerciales con diferentes países que son fuertes en el mercado automotriz. Actualmente se encuentran vigentes los tratados con Estados Unidos y México. En el primer caso, la ventana de eliminación total de los aranceles de importación es de 10 años, con lo cual habría un tiempo de espera prudente en la industria nacional para implementar mejoras en productividad. En el corto plazo sólo afectará a las camionetas de 3.000 centímetros cúbicos en adelante. En el segundo caso, el arancel cero está vigente desde este año.

Las oportunidades son más inmediatas en el mercado de autopartes, el cual tiene una alta productividad en Colombia, mientras que en el caso de la industria automotriz se debe esperar a completar el proceso de transformación al modelo de fabricación para buscar penetrar ese mercado.

El mayor reto en materia de competencia externa vendrá por cuenta del posible tratado con Corea, pues actualmente la balanza comercial del sector con ese país es altamente deficitaria en vehículos que compiten directamente con producción local, a diferencia de Europa que produce marcas con otro perfil de comprador o con fabricación directa en Colombia. No obstante, el tratado tendría efectos a lo sumo a mediados de 2013, en el evento más optimista de negociación. Más allá de este plazo, se tendrán otros 10 años de adaptación del mercado nacional a la fijación de aranceles cero a la importación.

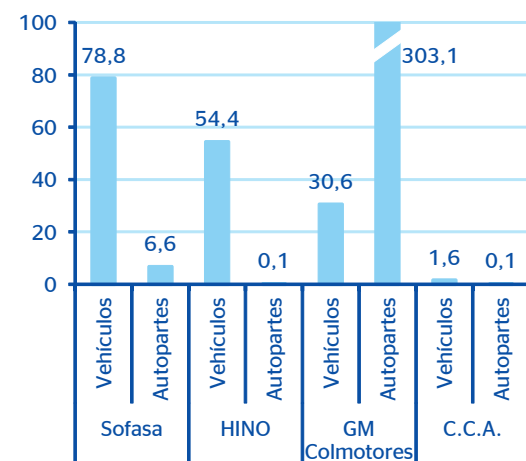
La competitividad del sector dependerá críticamente de los avances en materia de infraestructura de carreteras y puertos en el país, con el fin de facilitar el comercio exterior. Asimismo, podría requerirse la migración de algunas plantas de producción a las zonas costeras, pues producir y exportar desde ciudades como Bogotá y Medellín es más costoso.

Gráfico 3
Importaciones de vehículos por origen.
En millones de dólares



Fuente: Asopartes (Manual Estadístico No. 32) y BBVA Research

Gráfico 4
Exportaciones por empresa de vehículos y
autopartes. En millones de dólares



Fuente: Asopartes (Manual Estadístico No. 32) y BBVA Research

Sector de autopartes con ventajas competitivas en la región

La producción anual de autopartes en Colombia equivale a USD 1.068 millones de la cual se exporta el 47% (USD 499 millones), principalmente hacia países como Venezuela, Ecuador, Estados Unidos, Alemania y Sudáfrica, reflejando el fuerte potencial exportador de este sector. Incluso, estudios recientes sobre los efectos del tratado de libre comercio con la Eurozona (entre ellos, una investigación del Parlamento Europeo) han demostrado que las autopartes tendrán el mayor crecimiento entre las exportaciones manufactureras a Europa, una vez entre en vigencia el acuerdo. Los cálculos muestran que las exportaciones del sector de autopartes podrían aumentar hasta un 25,5%.

En lo corrido de 2012, el desempeño exportador del sector ha estado condicionado por el panorama de desaceleración del crecimiento global. En este sentido, en los primeros nueve meses del año los envíos externos cayeron 18,8% anual, si bien se evidencia un cambio de tendencia positivo al final del año, aunque con crecimientos de un solo dígito.

En el mercado local, la mitad de las ventas de autopartes nacionales se dirigen a una sola empresa ensambladora. Un cambio en la política de abastecimiento de esta compañía, optando por importaciones, podría significar una reducción significativa de las ventas del sector.

Por su parte, las importaciones de partes suman USD 4.059 millones, concentradas en neumáticos (12%), chasis (2%) y filtros (2%). Los países de origen son Estados Unidos (16% del total), China (14%), Japón (8%) e India (7%).

Los mayores retos del sector de autopartes son mejorar la calidad de la manufactura e implementar una producción a mayor escala para diferenciarse y enfrentar los bajos precios de los componentes importados de Asia. Por ejemplo, según las encuestas de confianza del sector, los empresarios reconocen que Colombia tiene fortalezas en algunas partes importadas, tales como pernos para ruedas, rines para automóviles y piezas para exteriores de vehículos, lo cual se puede aprovechar en el escenario de la competencia externa.

Asimismo, establecen como planes de acción para incrementar la productividad las inversiones en equipos y tecnología (67% de las respuestas), capacitación del recurso humano (60%), diversificación y mejoramiento de la calidad del producto (45%), mayor concentración en ventas y marketing (41%), e incursionar en tecnologías especiales (36%). En todo caso, según la encuesta metalmecánica de Latinoamérica, la industria colombiana se diferencia positivamente en la región, dado su nivel de consolidación histórica y mayor penetración tecnológica.

Estos avances deben darse previo a la firma de otros tratados comerciales, tales como el de Corea, el cual tiene un fuerte potencial exportador de productos de tecnología media. En el comercio bilateral, los vehículos y las autopartes representan en promedio el 40% de las compras totales de Colombia, siendo mínima la relación contraria.

Por su parte, la política pública debe enfocarse en el control del contrabando y el comercio de autopartes robadas. Según los cálculos del gremio, el contrabando de autopartes es cercano a los USD 2.000 millones y el negocio de las partes usadas (no necesariamente robadas) se aproxima a USD 500 millones.

Amplia participación de la producción local de motocicletas

Colombia ocupa el segundo lugar en la producción de motocicletas en la región, después de Brasil, con una fabricación anual de 515 mil motos. Al contrario del mercado automotriz, las motos importadas están lejos de tener una posición dominante en el mercado, con una participación no mayor al 3% de las ventas totales. En 2011, nueve empresas produjeron motos, concentrándose en las cuatro primeras el 89% de la producción nacional.

Antioquia es la región que más ensambla y produce motocicletas, pues allí se encuentran las marcas con mayores ventas (Auteco, AKT Motos y Yamaha), seguida de ciudades como Cali y Pereira. De estas zonas, las que más exportan son Antioquia y Pereira, donde opera Suzuki.

Las perspectivas de este sector serán mejores en la medida que logre internacionalizarse. Su posición dominante en escala de producción en el área andina podría darle a Colombia una ventaja relativa en el mercado regional, el cual se encuentra en crecimiento. Sin embargo, el impacto de las mejoras en ingreso en la región serán limitadas sobre el mercado de motocicletas, puesto que el surgimiento de las clases medias se relaciona más de cerca con la demanda de automóviles, que con la de motos (Ver Recuadro 1).

4. La demanda automotriz

Desaceleración en ventas de vehículos coincide con moderación general del consumo de los hogares

El consumo de los hogares entró en una etapa de desaceleración desde finales de 2011, la cual fue más fuerte para los bienes duraderos. Estos últimos habían sostenido la expansión del consumo, por encima de las tasas del PIB, desde la recuperación de 2010.

Las ventas de automóviles, que crecieron 28% en 2011, fueron uno de los componentes con mayor dinámica que se moderaron posteriormente. Así, a lo largo de 2012 las ventas de automóviles cayeron 2,6%, permaneciendo el volumen de ventas muy cerca del máximo histórico logrado en 2011, gracias al aporte positivo de los vehículos comerciales, los cuales pasaron a representar el 36% en 2012, desde el 29% de un año atrás. En total, el tamaño del mercado alcanza COP 11 bn (2% del PIB).

Positivo desempeño de la demanda por vehículos comerciales

Los vehículos con destinación comercial, tales como furgonetas, utilitarios y demás de carga y pasajeros, reflejaron la dinámica positiva del sector minero, con amplia demanda de equipo de transporte para el comercio interno y externo (Gráfico 5). Asimismo, se favorecieron del crecimiento de los sectores asociados a los hidrocarburos, los cuales prestan servicios de logística y transporte y de los proyectos de masivos de transporte en las ciudades capitales. Igualmente, las camionetas 4x4 de más de 3.000 cc., los tractores, trolebuses, vehículos de más de 16 personas, volquetas, camiones de sondeo y perforación, coches barredora y radiológicos ya no tienen aranceles de importación cuando provienen de Estados Unidos, en el marco del tratado de libre comercio con dicho país. En total, los vehículos comerciales crecieron 23% anual.

En perspectiva, la actividad automotriz comercial continuará en terreno positivo, dadas las buenas señales en materia de transporte interno. De hecho, para 2013 se espera una recuperación de la carga transportada por carretera, como respuesta a la mayor producción de petróleo y carbón, el repunte moderado de la industria manufacturera y el mayor volumen de comercio exterior. En efecto, mientras que el comercio total en 2012 (exportaciones e importaciones) se ubicará en alrededor de USD 115 miles de millones (4% de crecimiento anual), en 2013 podría llegar a USD 129 miles de millones (13% anual). Este comportamiento, además, está impulsando la entrada de nuevas empresas extranjeras dedicadas a los servicios de transporte. Así, mientras que en 2009 había cinco sociedades extranjeras del área del transporte por carretera en el país, actualmente existen diez.

Vehículos particulares redujeron su dinámica durante 2012

Las ventas de taxis, pick-up y automóviles particulares tuvieron las mayores caídas en 2012, de 16%, 14% y 13%, respectivamente. Esto se relaciona con el período de transición que tuvo el consumo de bienes durables, luego de la alta tasa de renovación de 2011, y con algunas medidas de política. Por ejemplo, las restricciones vehiculares en zonas urbanas de alta concentración poblacional han motivado un mayor volumen de transacciones de autos usados. Este mercado, hoy en día, significa cerca de tres veces el tamaño del mercado de los nuevos.

Asimismo, otro factor de desaceleración fue la incertidumbre asociada al TLC con Estados Unidos y la reforma tributaria. En el primer caso, las expectativas de reducción inmediata de los precios, que resultan erradas a partir de los plazos de reducción de aranceles no menor a 10 años en los vehículos particulares, llevaron a retrasar la decisión de compra de muchos hogares. En el segundo caso, la posible eliminación de las tarifas más altas del IVA en la reforma tributaria, aplicables a los autos de gama alta, hicieron pensar en la reducción de precios a futuro. Sin embargo, la Ley aprobó un impuesto al consumo para estos autos que compensaría la reducción en el IVA, sin efectos significativos sobre los precios de mercado.

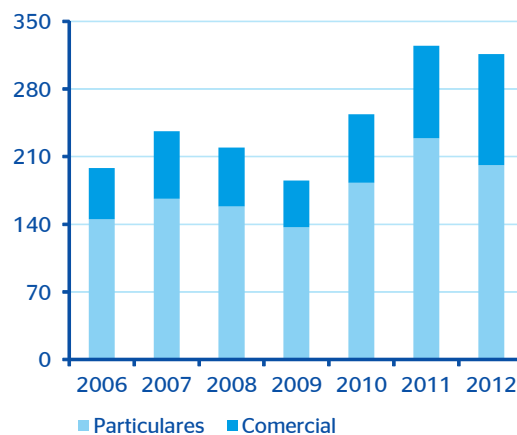
Hacia delante, existen dos factores que incentivarán la demanda: la reducción de las tasas de interés del Banco de la República (ver sección de financiamiento) y la mayor confianza de los hogares. En el segundo caso, hemos visto una recuperación sostenida desde el inicio del cuarto trimestre de 2012. Aumento que podría sostenerse hasta el próximo año por las expectativas positivas de los hogares acerca del desempeño presente y futuro de la economía colombiana. Si bien, según las mismas encuestas de confianza, existe un temor generalizado sobre el desempeño del mercado laboral, factor que se presenta como riesgo importante en las proyecciones que hacemos de las ventas de vehículos hacia 2013 y 2014.

Marcas producidas en Colombia tienen amplia participación en el mercado local

El mercado colombiano cuenta aproximadamente con 68 marcas de automóviles. La más vendida es Chevrolet, la cual proviene principalmente del ensamblaje nacional (75%), México (14%) y China (6%). En orden, continúa Renault, donde las productoras nacionales son más significativas con un 88% de participación. En tercer lugar está Hyundai, donde toda la oferta es importada. A continuación están las marcas con mayor crecimiento en los últimos años: KIA y Nissan. Ocho años atrás, estas dos marcas no sumaban más del 10% del mercado. Al contrario, hoy en día, suman más del 16% en su participación local (Gráfico 6).

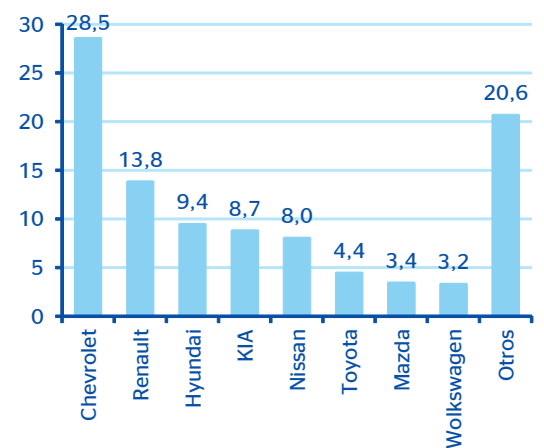
Por su parte, los carros provenientes de China ahora significan un 6,6% del total, sin embargo, entre estas importaciones se cuenta una marca tradicional, que tiene origen en otro país, pero tiene planta de ensamblaje en Asia. Si descontáramos estas compras, la participación china sería de 4,9%, lo cual representaría en todo caso un aumento con respecto a la cuota casi nula que tenía al inicio del siglo.

Gráfico 5
Ventas internas de vehículo por destinación. En miles de unidades



Fuente: Econometría Ltda. y BBVA Research

Gráfico 6
Ventas de automóviles por marca. En porcentaje



Fuente: Econometría Ltda. y BBVA Research

Desempeño económico positivo de las ciudades intermedias se refleja en la mayor demanda automotriz

Bogotá (46%), Medellín (13,1%) y Cali (9,4%) agrupan el 68,5% del mercado nacional. Sin embargo la participación de estas ciudades ha venido cayendo, a favor de las ciudades intermedias. En específico, todas las demás ciudades importantes aumentaron su participación en las ventas nacionales en 8,1 puntos porcentuales –pp– entre 2006 y 2012. Sobresalen Bucaramanga (+2,2pp desde 2006), Barranquilla (+1,6pp) y Villavicencio (+1,0pp), ciudades que concentran el 14,6% del total nacional actualmente (Gráfico 9).

El mejoramiento de los sistemas de transporte público en la mayoría de las ciudades colombianas, con la introducción de sistemas masivos, puede estimular la compra de vehículos siempre y cuando se logren reducciones significativas en el congestionamiento urbano. Al respecto, un estudio reciente de movilidad, señala que la velocidad promedio de Bogotá y Medellín es 23,7 km/h y 22,65 km/h, respectivamente, por debajo de otras ciudades con alta densidad poblacional como Los Ángeles (47 km/h), Nueva York (38 km/h) y Kuala Lumpur (28 km/h). Sin embargo, superan a otras ciudades de países emergentes, tales como Bombay (22km/h), Shanghái (20 km/h) y El Cairo (20 km/h).

Recuadro 1. Caracterización de la tenencia de motos y autos en los hogares

El análisis descriptivo de los micro datos de la Gran Encuesta Integrada de Hogares –GEIH– de 2010 en las trece principales ciudades permite establecer algunas regularidades en la tenencia de vehículos y motos de los hogares. La unidad de análisis para el ejercicio es el hogar, pues la encuesta no permite un detalle a nivel de individuo.

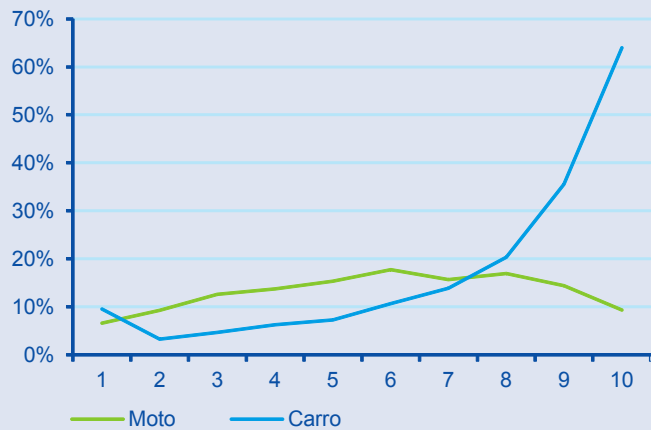
Los micro datos permiten confirmar algunas de las intuiciones que se tienen con respecto al consumo de estos bienes, como la relación positiva existente entre el nivel de ingreso y el consumo de autos. Resultan, sin embargo, novedosos los hallazgos que muestran que esta relación se acentúa en los deciles más altos de ingreso, llegando presumiblemente a elasticidades ingreso de la tenencia de autos superiores a 1 en estos deciles (Gráfico 7). Esta última característica, la elasticidad mayor que 1, define a los bienes de lujo, consumidos en altos niveles de ingreso. En efecto, los datos muestran que el porcentaje de hogares con auto aumenta en 28,4 puntos porcentuales –p.p.–, al pasar del decil 9 de ingreso al decil 10, mientras que entre el decil 1 y 2 este cambio marginal es incluso negativo.

Por su parte, las motos parecen comportarse como un bien normal hasta cierto nivel de ingreso (decil 6), es decir que presentan una relación positiva entre ingreso y tenencia. Luego, se comportan como un bien inferior, mostrando una relación negativa entre ingreso y tenencia. Esta es la característica de algunos bienes que a partir de cierto umbral de ingreso pasan a ser sustituidos por otros bienes. Es decir, en el caso de las motos, el mayor ingreso impulsa la preferencia de las personas por otro tipo de transporte con mayor comodidad (Gráfico 7).

De otra parte, se observa que la mayoría de los hogares (80%) con moto o con carro tiene jefatura masculina. Mientras que la distribución por edades de la tenencia de estos dos productos muestra una mayor concentración en las edades más tempranas en el caso de las motos. Efectivamente, el consumo de motos comienza a partir del rango de edad 20 -24 años, siendo su pico entre los 25-39 años, y en el caso de los autos el consumo es un poco más tardío, iniciándose a los 25-29 años, y presentando su pico entre 40 y 54 años. Como dato comparativo es interesante mencionar que el pico en el consumo de viviendas se presenta en edades más avanzadas, de 45-54 años (Gráfico 8).

Gráfico 7

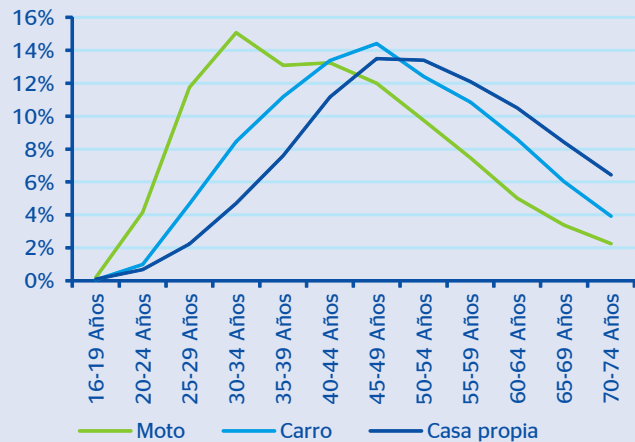
Tenencia de autos y motos por deciles de ingreso. En porcentaje



* Cada valor se refiere al porcentaje de los hogares que posee al menos un auto, en un caso, o al menos una moto, en el otro, del total de hogares por decil. Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 8

Distribución de los Hogares con motos y autos por rangos de edad. En porcentaje del total de hogares con el bien



DANE y BBVA Research

Si se analizan los hogares con tenencia de autos según el nivel educativo de su jefe de hogar se puede establecer que los que más consumen autos son los más educados, lo cual puede estar relacionado con el nivel de ingreso de estas personas. De hecho, los jefes de hogar con educación superior representan casi el 60% del total de la tenencia de autos. A su vez, entre los jefes de hogar con educación superior, un alto porcentaje consume autos, el 41%, siguiéndoles en importancia aquellos con educación secundaria con tan sólo el 12,2%. Del total de hogares

con moto, aproximadamente el 50% tiene educación secundaria. Sin embargo, el consumo de motos parece ser más similar entre niveles educativos, siendo el nivel de secundaria el más alto con un 15,4% frente al más bajo de 6,9% de primaria.

Otro hecho interesante es que parece ser que el consumo tanto de motos como de autos se relaciona con la formalidad del hogar. Es así como aproximadamente un 80% de los hogares con moto o con vehículo tiene un jefe de hogar ocupado y un porcentaje cercano al 50% de ellos es asalariado, ya sea del gobierno o particular. Asimismo, los hogares con moto o con auto presentan tasas de cobertura en pensiones mayores al total de hogares, siendo estas de 43,1% y 45,4%, respectivamente, frente a un 32,4% del total de hogares (Tabla 2).

En conclusión los vehículos parecen ser bienes normales y con elasticidades mayores a 1 en los deciles más altos, mientras que las motos son normales hasta cierto nivel de ingreso, momento en el cual se convierten en bienes inferiores. En este momento, estas últimas son sustituidas, presumiblemente, por otros medios de transporte más cómodos. La mayoría de los hogares que consumen motos y vehículos tienen jefatura masculina. El consumo de motos se concentra en edades más tempranas que el de vehículos y éste, a su vez, es más temprano que la compra de vivienda. La formalidad y la mayor educación favorecen el consumo de autos y de motos, siendo la segunda característica más marcada en el caso de los autos.

Tabla 2

Distribución de jefes de hogar con moto y auto por posición ocupacional y formalidad en pensiones. En porcentaje del total de hogares

Posición ocupacional	Moto	Carro
Cuenta Propia	35,0%	33,2%
Empleado Doméstico	0,9%	0,2%
Empleado del Gobierno	7,4%	10,2%
Empleado Particular	47,2%	36,4%
Jornalero o peón	0,1%	0,0%
Patrón empleador	8,7%	18,9%
Otros	0,7%	1,0%
Formalidad en seguridad social	Moto	Carro
Cotizante	43,1%	45,4%
No cotizante	56,9%	54,6%

Fuente: DANE y BBVA Research

Perspectivas favorables en las ventas de vehículos

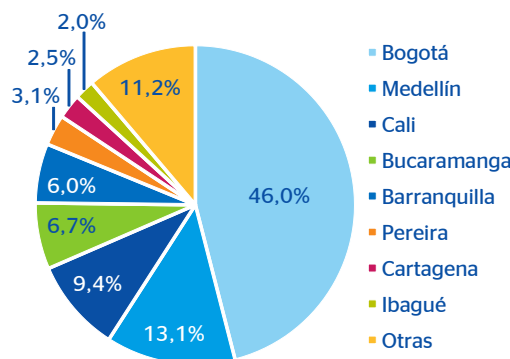
Colombia cuenta con un espacio amplio para la penetración del sector automotor. El parque automotor en Colombia se ubica en 3,7 millones de unidades (o en 6,8 m. si incluimos motocicletas), lo cual implica un ratio de 80 unidades por cada mil habitantes (148 si se incluyen las motos). Este nivel es inferior al observado en otros países emergentes, tales como Chile (131 sin motos) y Argentina (201), y en el promedio de LatAm 7 (168). Además, es muy bajo respecto a los países del G7, dónde se alcanzan en promedio 500 unidades por cada mil habitantes (Gráfico 10).

La antigüedad de los autos en Colombia, a 2011, aún era alta: 15,2 años (15,6 años en 2010), creando un incentivo para la renovación del parque. Este proceso es más urgente en los vehículos de carga (edad promedio de 17,6 años) y pasajeros (17,5 años). Los automóviles tienen la menor edad promedio, con 14,4 años, y significan el 62% de los vehículos, superando ampliamente a los camperos y camionetas, los cuales suman cada uno un 13% del total. Estos últimos tienen perspectivas positivas en el mediano plazo en la medida que son los más beneficiados con las reducciones de los aranceles en el tratado de libre comercio con Estados Unidos.

Sin embargo, la expansión estará limitada por los rezagos en infraestructura que mantiene el país, tanto a nivel urbano como inter-departamental. En el primer caso, la reducción de la velocidad desincentiva el uso de vehículos privados y promueve la utilización de sistemas públicos de transporte, los cuales se encuentran en etapa de consolidación. En el segundo, los altos costos bajan la rentabilidad del transporte de carga y, por lo tanto, su inversión.

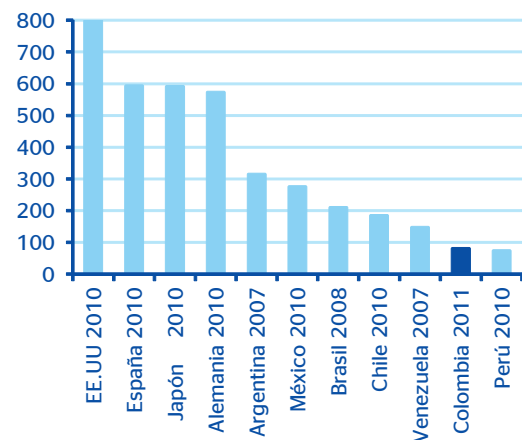
Nuestra perspectiva de ventas de automóviles para 2013 y 2014 incluye una recuperación de las transacciones de autos particulares, pero sin alcanzar los niveles máximos observados en 2011. Al mismo tiempo, esperamos que se reduzca ligeramente el mercado de vehículos de carga, dados los niveles elevados de capacidad instalada que ha logrado el sector en los años recientes. Estos últimos tendrán un soporte al alza por la disminución de aranceles en el TLC con Estados Unidos sobre los vehículos de mayor cilindraje. De esta forma, hemos estimado que en 2013 y 2014 en Colombia se venderán 315 mil y 325 mil vehículos, con una recuperación de la participación de los automóviles particulares: desde 50% en 2012 hasta 55% en 2014. En el mediano plazo, más allá de 2015, la demanda automotriz continuará su proceso de consolidación (Ver Recuadro 2).

Gráfico 9
**Ventas de automóviles por ciudades.
En porcentaje**



Fuente: Econometría Ltda. y BBVA Research

Gráfico 10
**Parque automotor.
Unidades por cada 1.000 habitantes**



Fuente: Ministerio de transporte, Banco Mundial y BBVA Research

Recuadro 2. Parque automotor colombiano se duplicará en 10 años

El rápido crecimiento del parque automotor no es un fenómeno exclusivamente colombiano, sino que también se viene observando en otras economías emergentes con alta densidad poblacional y persistente crecimiento económico. Así, en la última década, el parque automotor de los países EAGLEs se multiplicó en 2,5 veces, mientras que el colombiano lo hizo en 1,6 veces. En los países asiáticos, se incrementó en 3,3 veces debido al fuerte empuje de China, India e Indonesia. Paralelamente, la demanda de automóviles en los países desarrollados perdió impulso y la demanda se contrajo de forma significativa, como consecuencia de la crisis financiera internacional de finales de la década pasada.

En este contexto, BBVA Research recientemente estimó el potencial de crecimiento del sector automotor en el mundo. Para ello, se estimó un modelo panel de largo plazo para evaluar los cambios en el número de automóviles por mil habitantes, como función del ingreso per cápita, el grado de urbanización, la densidad poblacional, la profundidad financiera y la calidad de la infraestructura vial. El modelo subyacente hace uso de una relación no lineal denominada curva de Gompertz, que vincula los niveles de tenencia de autos con la renta por habitante. La idea detrás de esta relación es que el ratio de coches por habitante es muy baja para niveles muy bajos de renta per cápita; sin embargo, despegar en niveles de ingreso medio-bajo y crece muy rápido hasta alcanzar ciertos niveles de saturación cuando el ingreso es alto.

De acuerdo con este modelo, un crecimiento elevado y sostenido impulsará la demanda de coches en las economías emergentes. En América Latina, Turquía y el resto de Asia, la demografía será también un factor relevante. De esta manera, se espera que el parque chino de automóviles se cuadruple durante esta década y se convierta en el mayor del mundo. Brasil alcanzará el tamaño de Japón, mientras Rusia y la India se acercarán a dicho nivel, dejando atrás al resto de países del G6 (G7 sin Estados Unidos). Por el contrario, los mercados desarrollados se encuentran cercanos a los niveles de saturación tanto por razones de ingreso por habitante como demográficas, con la excepción de los Estados Unidos. Las ventas en estos países dependerán de la depreciación y de los avances tecnológicos.

Los resultados demuestran que Colombia tiene un espacio amplio para aumentar su parque automotor. De hecho, según el estudio, las ventas de automóviles en Colombia, conjuntamente con algunos países asiáticos, tienen una elevada elasticidad ingreso, lo cual es común en los países que se encuentran en una etapa de expansión (Ver Recuadro 1 para la elasticidad en Colombia según niveles de ingreso). Por el contrario, Polonia y Corea son los mercados más maduros entre los emergentes, con elasticidades de tenencia de autos cercanos a los estándares en los desarrollados.

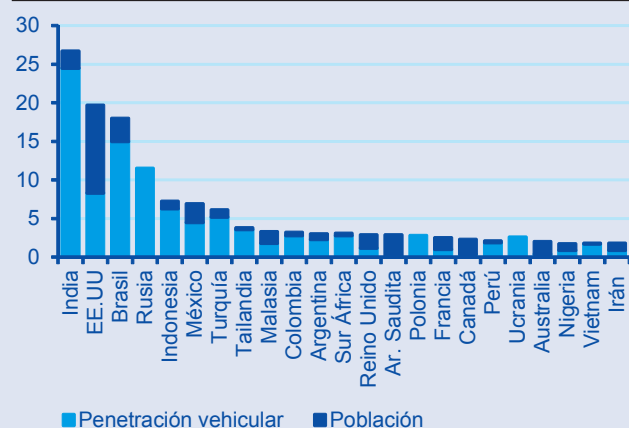
En este estudio se proyecta que Colombia va a incrementar su parque automotor en 3,5 millones de vehículos entre 2010 y 2020, lo cual implica duplicar su stock actual (Gráfico 11) y crecer a una tasa promedio anual de 7,9%. Esto estará muy cerca de las previsiones para el promedio de los países emergentes, en donde el parque volverá a multiplicarse por más de dos en esta década y el número de unidades alcanzará más de 450 millones, superando ampliamente la cifra de los países del G7.

La tasa de aumento anual de carros en Colombia (7,9%), entre todos los emergentes de la muestra (71 en total), sólo estará por debajo de China, India, Mongolia, Perú, Namibia, Vietnam, Tanzania y Sri Lanka (8,3%), aunque en valor acumulado supera a todos los anteriores, excepto a los dos primeros. El principal factor de expansión del mercado automotriz en Colombia, explicando el 87% de la previsión hasta 2020, será su bajo punto de partida en cuanto a la ratio automóviles/habitantes, la cual llegaría en 2020 a 128 autos por cada mil habitantes, muy lejos aún de la tasa de saturación estimada en 500. Al contrario, economías avanzadas, de mayor tamaño, tales como Estados Unidos, Canadá y Australia tendrán un soporte importante del crecimiento poblacional, dada su mayor penetración vehicular en la actualidad.

Entre los países del G7, los Estados Unidos serán la única economía que mostrará una recuperación posterior a la crisis. Este desempeño determinará que las economías del G7 pierdan cuota de mercado por debajo del 40% en 2020 y los emergentes superen esta cifra y la incrementen hasta el 50%. China explica dos tercios de este cambio.¹

Gráfico 11

Aumento del parque automotor en 10 años. En millones de unidades



Fuente: BBVA Research

¹: Para ampliar estas estimaciones globales se puede consultar el observatorio económico de BBVA Research titulado "Las economías emergentes clave para el sector automovilístico", disponible en: http://www.bbvarsearch.com/KETD/fbin/mult/121010_EAGLEs_Auto_Projections_ES_tcm346-359405.pdf?ts=26112012

5. Costos y precios del sector automotor

Bajos costos de producción en la industria automotriz

El índice de precios al productor de vehículos automotores y sus motores se mantuvo estable a lo largo del año. Entre los determinantes de este comportamiento estuvo el precio del hierro, el cual redujo su cotización promedio en 92% durante 2012. Además, en el corto plazo, según los futuros de negociación a uno y dos años, y en línea con el incremento de los inventarios en las acerías chinas, estos precios se mantendrán en niveles similares a los actuales.

Asimismo, la fortaleza reciente del peso hizo que el costo logístico de importación de las partes a ser ensambladas en Colombia se redujera. Las partes que tuvieron mayores descensos en la inflación al productor fueron las llantas (3,7% anual en octubre de 2012 vs. 11,1% anual un año atrás), chasis (0,7% vs. 5,3%) y frenos, engranajes, etc. (-0,9% vs. 2,1%). Asimismo, los vehículos con mayor desaceleración de la inflación de costos fueron las volquetas (-4,8% vs. 2,3%) y automóviles para el transporte público y de mercancías (-2,9% vs. 1,2%), en parte gracias a las reducciones iniciales en los aranceles de importación con el TLC con Estados Unidos. Esta tendencia podría mantenerse durante la vigencia del TLC y extenderse lentamente a los demás tipos de vehículos, en la medida que entren en vigencia las reducciones arancelarias específicas.

Precios estables permiten acceso a autos de gama más alta

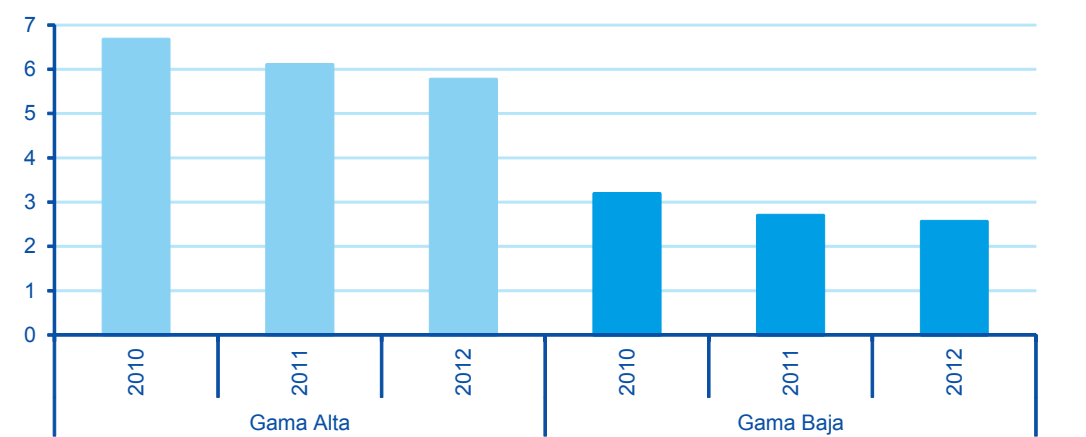
Los precios de los vehículos se mantuvieron relativamente estables en los años recientes. En particular, durante 2012, los precios promedio de los vehículos crecieron 1%, por debajo de la inflación que se ubicará ligeramente por debajo del 2,4%. Este comportamiento estuvo determinado por la caída en los precios de las camionetas de gama media (entre 30 y 60 millones de pesos). El precio promedio de este segmento cayó 11,8%, en parte por los menores aranceles luego del tratado de libre comercio con Estados Unidos en un contexto de apreciación del peso.

Este bajo crecimiento de los precios ha beneficiado el poder adquisitivo de los hogares. Mientras que en 2010 una persona debía usar 3,2 años de salario para comprar un automóvil de gama baja, hoy en día ese indicador se ubica en 2,6 años. Asimismo, mientras que un auto promedio de gama alta requería usar 6,7 salarios anuales en su compra en 2010, actualmente, sólo exige invertir 5,8 salarios anuales (Gráfico 12). Igualmente, esta reducción de los precios ha permitido que los quintiles medio-bajos de ingreso ahora puedan acceder a la compra de vehículos.

En los próximos años esta tendencia de bajos precios debería continuar con la entrada gradual en vigencia del tratado con Estados Unidos, Europa y, posiblemente, Corea. Sin embargo, reducciones adicionales en el precio de los vehículos de alto cilindraje será difícil, puesto que la mayor parte ya se dio al comienzo del acuerdo comercial.

Gráfico 12

Salarios anuales para comprar vehículo. Número de años basado en ingreso promedio



Fuente: DANE, Econometría Ltda. y BBVA Research

6. Financiamiento del sector automotor

Colombia cuenta con 31 bancos y 22 compañías de financiamiento, casi todos con líneas especiales de crédito para adquisición de automóviles. Además, el financiamiento se puede hacer a través de algunos planes de ahorro disponibles directamente con los fabricantes.

Durante 2012, hasta septiembre, el crédito de vehículos aumentó 15,2% anual, ubicándose en COP 8,1 bn y representando el 12% del total de la cartera de consumo. Esta variación significó una desaceleración con respecto al crecimiento de 2012, el cual se ubicó en 27,3%. Por su parte, la calidad de la cartera de vehículos, al igual que en otros rubros de crédito de personas, se ha deteriorado desde la segunda mitad de 2011 (Gráfico 13). Esto se debe al mayor acceso al financiamiento que estuvo disponible hasta esa fecha, justo antes de iniciarse el incremento de las tasas de interés como respuesta al retiro parcial del estímulo monetario. Además, durante este año, la economía entró en moderación hacia tasas más sostenibles en el mediano plazo, determinando así una menor creación de empleo en los sectores formales.

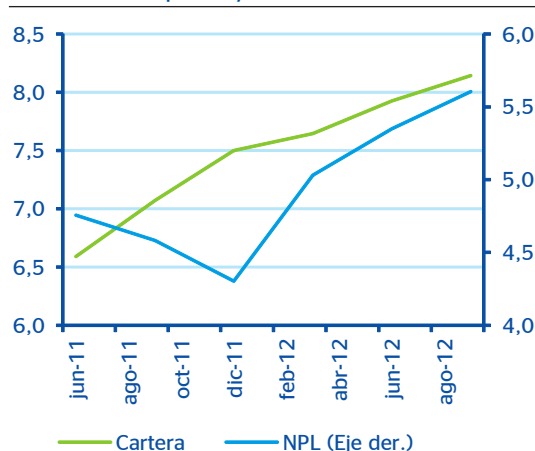
Durante los primeros nueve meses del año se financiaron 152 mil vehículos, lo que representa una participación del 58% en las transacciones de vehículos nuevos, muy cerca del 60% que se registró un año atrás. No obstante, este porcentaje puede ser mayor, pues las compras corporativas de vehículos no se clasifican en las estadísticas colombianas separadamente de la cartera comercial total.

El crédito promedio se ubica actualmente en COP 22 millones. Este valor se ha mantenido relativamente estable en los últimos años, en línea con la estabilidad en los precios de los vehículos. Diferente a esto, durante 2012 el valor promedio desembolsado aumentó 4,8% anual, superando la variación de 1% en los precios y reflejando mejoras en el acceso a automóviles de mayor valor.

En perspectiva, BBVA Research anticipa tasas de interés bajas durante todo el año 2013, lo cual significará un apoyo relevante para el sector automotor (Gráfico 14). Esta iniciativa monetaria tendrá efectos sobre el ciclo de consumo en bienes durables, el cual ya estaría finalizando su etapa de estabilización y estaría iniciado una nueva fase de expansión a partir del primer semestre de 2013.

Gráfico 13

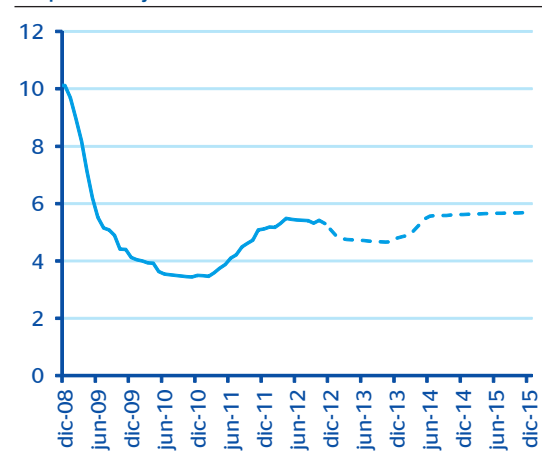
Saldo y calidad de la cartera de vehículos.
En billones de pesos y % del total



Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

Gráfico 14

Tasa de interés promedio de depósitos (DTF).
En porcentaje



Fuente: BanRep y BBVA Research

7. Conclusiones

El sector automotor se encuentra actualmente en una fase de estabilización desde los máximos niveles registrados en 2011, tanto por la menor demanda interna como por el bajo crecimiento de las exportaciones del sector. Esa desaceleración coincidió con la menor dinámica que presentaron todos los rubros del consumo de los hogares, lo cual fue más profundo en el caso de los bienes durables.

La moderación en el crecimiento es cíclica, es decir, estructuralmente la economía colombiana tiene un espacio amplio para la penetración vehicular. Indicadores bajos de tasa de motorización y ventas como proporción de los habitantes y el aumento sostenido de la capacidad de compra, tanto de particulares como de comerciales, dan muestra de este potencial del sector. Asimismo, comparaciones internacionales anticipan que en Colombia el parque automotor se duplicaría en los próximos diez años, con base en la baja tasa de tenencia de automóviles vigente en la actualidad.

Las perspectivas positivas se apoyarían en la permanencia de tasas de interés bajas en los próximos años, en donde la neutralidad monetaria ahora se logrará con una tasa más baja. Igualmente, en la recuperación sostenida de la economía, a partir de 2014, hasta llegar a la tasa de crecimiento potencial de la economía, la cual para ese entonces se ubicaría por encima del 5%.

Este panorama positivo de la demanda se transmitirá al sector productivo, el cual aumentará la escala de ensamblaje en los próximos años. Sin embargo, las empresas de la industria automotriz deberán lograr avances importantes en su nivel de productividad si pretenden posicionarse en la región.

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 de Colombia**Juana Téllez**

juana.tellez@bbva.com

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com

Estudiante en práctica profesional

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com

Julio César Suárez

julio.suarez@bbva.com

Paola Andrea Angulo

paolaandrea.angulo@bbva.com

María Camila Franco

mariacamila.franco@bbva.com

BBVA Research

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

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

alvaro.ortiz@bbva.com

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

Coordinación Latam**Juan Ruiz**

juan.ruiz@bbva.com

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bbva.com

Chile

Alejandro Puente

apuente@bbva.com

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com

Perú

Hugo Perea

hperea@bbva.com

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo.lopez@bbva.com

México**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

Análisis Macro México**Carlos Serrano**

carlos.serranoh@bbva.com

Economías Desarrolladas:**Rafael Doménech**

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

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

sfernandezdelis@grupobbva.com

Sistemas Financieros

Ana Rubio

arubiog@bbva.com

Pensiones

David Tuesta

david.tuesta@bbva.com

Regulación y Políticas Públicas

María Abascal

maria.abascal@bbva.com

Áreas Globales:

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Escenarios Económicos

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:**Antonio Pulido**

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

javier.serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a:**BBVA Research Colombia**

Carrera 9 No 72-21 Piso 10

Bogotá, Colombia

Tel: 3471600 ext 11448

E-mail: bbvaresearch_colombia@bbva.com