

Situación Inmobiliaria

Colombia

Año 2011
Análisis Económico

- **La demanda por vivienda en Colombia se mantendrá fuerte** por el buen panorama económico del país en materia de crecimiento e inflación y elevado déficit inicial.
- **BBVA Research espera un crecimiento anual del sector de las edificaciones de 10%** promedio durante 2011 y 2012.
- **Dentro de la edificación destaca vivienda**, ya que las de uso comercial enfrentan una sobreoferta inicial.
- **Se espera una dinámica positiva en las edificaciones de vivienda y comerciales** de las ciudades intermedias.
- **El principal reto de la política pública de vivienda es la habilitación de suelos urbanos** para la construcción de vivienda en todos los rangos de precios.

Índice

1. Introducción.....	3
2. Desempeño reciente del sector de edificaciones.....	3
3. Buenas perspectivas del sector	7
4. Conclusiones.....	9
5. Tabla: los indicadores del sector.....	10

Fecha de publicación: 29 de junio de 2011

1. Introducción

El sector de edificaciones en Colombia inició su recuperación en el segundo semestre de 2010, tal como se anticipó en la edición anterior de Situación Inmobiliaria. El dinamismo del sector en este período estuvo sustentado en la evolución positiva de la vivienda de interés social, consolidada por la puesta en marcha de diez macroproyectos de construcción impulsados por el Gobierno anterior en zonas de bajos ingresos de las principales ciudades.

Las edificaciones no residenciales, entre ellas, oficinas, bodegas y locales comerciales, continuaron ajustándose a la baja en la medida que todavía se presenta una sobreoferta de este tipo de edificaciones, ligada al anterior ciclo de expansión de la construcción. Finalmente, la dificultad para generar un volumen alto de nuevos suelos urbanizables en las grandes ciudades apoyó una continuación en el incremento de los precios, tanto de la vivienda usada como en la nueva oferta.

El gobierno actual se ha propuesto la construcción de un millón de viviendas en su período de cuatro años, para lo cual ha establecido al sector de la construcción como enclave de crecimiento. En este sentido, dado que cerca del 70% de las nuevas viviendas será de tipo social, el Plan Nacional de Desarrollo contiene una nueva versión de los macroproyectos, con lo cual se espera reducir el déficit de vivienda en los estratos más bajos y contribuirá a alargar la tendencia positiva de la vivienda social en los próximos años.

Estas iniciativas para aumentar la oferta van de la mano con nuevas estrategias para el financiamiento de la compra de vivienda. El Plan de Desarrollo crea nuevas figuras como la construcción para arriendo con opción de compra (Art. 117, parágrafo 3), incentivos para el ahorro y otorgamiento de crédito (Art. 128), subsidio de vivienda adicional para los llamados nuevos departamentos (Art. 129) y el uso de las cesantías como protección al desempleo (Art. 169). Además mantiene vigentes figuras exitosas como la cobertura a la tasa de interés del crédito de vivienda (Art. 123).

2. Desempeño reciente del sector de edificaciones

Las ventas del sector inmobiliario

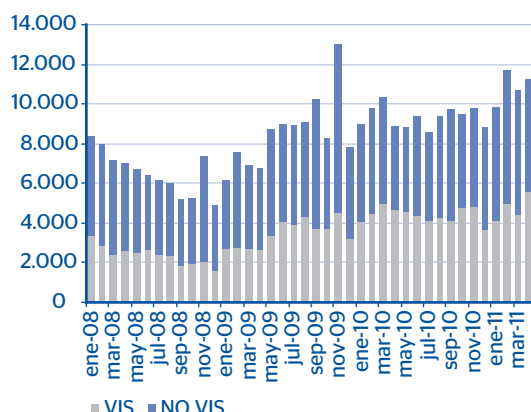
Durante 2009 y 2010 las ventas (en unidades) de vivienda nueva en las principales ciudades del país tuvieron un crecimiento promedio superior a 30% a/a (según cifras de CAMACOL y La Galería Inmobiliaria), en parte impulsadas por las fuertes ventas en el rango de interés social, las cuales crecieron a un ritmo cercano a 55% a/a en el período (ver gráfico 1). Esta tendencia en las ventas de vivienda tuvo un cambio en los primeros cuatro meses de 2011. Mientras que la venta de vivienda No VIS presentó tasas de incremento de 23,2% a/a, el rango VIS creció 5,1% a/a (CAMACOL). Esta diferente composición de las ventas se correspondió con lo pronosticado a finales de 2010, cuando se esperaba que las mejores condiciones económicas y del mercado laboral, que estaban influyendo en la disposición de compra de vivienda de los hogares, determinaran un mayor repunte en las ventas de los rangos altos de precios de la vivienda.

Por otra parte, las ventas de oficinas, locales comerciales y bodegas se encuentran cerca de los niveles promedio de los últimos cuatro años, si bien se está dando una diferenciación positiva en el caso de las ventas de locales comerciales en Medellín y Bogotá (ver gráfico 2). La demanda por locales en estas ciudades ha estado impulsada por la mayor actividad económica regional, la consolidación de los sistemas de transporte urbano masivo y el mejoramiento del nivel de vida de los estratos medios con poder de compra. En este sentido, los centros de comercio mayorista y locales enfocados en productos de consumo masivo están teniendo los mayores crecimientos.

Determinantes del comportamiento de las ventas

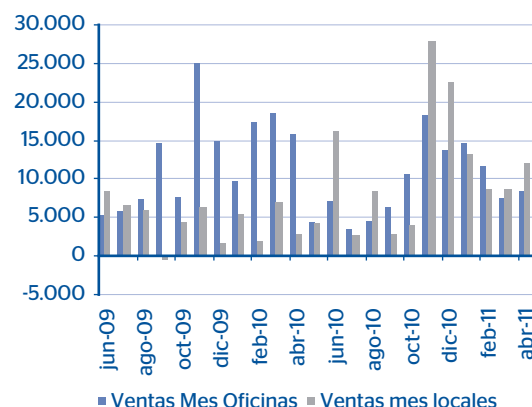
La demanda por vivienda en Colombia en los últimos años ha sido dinamizada por las bajas tasas de interés, el impacto positivo de la baja inflación sobre el costo de los créditos hipotecarios, la cobertura a la tasa de interés ofrecida por el gobierno para la compra de vivienda nueva y el mejor desempeño de la economía. En particular, la cobertura de la tasa de interés disminuyó entre un 20% y 30% la cuota mensual de un crédito de vivienda, mejorando el nivel de accesibilidad de las familias. En este sentido, un estudio de Hofstetter et al. (2010) muestra que el programa de cobertura de tasas generó un aumento en la demanda por vivienda VIS de 36% y en la No VIS de 38%.

Gráfico 1

Ventas de vivienda VIS y No VIS


Fuente: CAMACOL- Coordinada Urbana y BBVA Research

Gráfico 2

Ventas de oficinas y locales comerciales en Bogotá y Medellín (trimestre móvil, miles de unidades)


Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

Asimismo, el positivo desempeño de la economía permitió mejorar las condiciones del mercado laboral en 2010 a favor del empleo asalariado. De hecho, a diferencia del período 2008-2009, cuando primó el trabajo por cuenta propia, durante 2010 y 2011 el empleo asalariado aceleró su crecimiento apoyado en el mejor comportamiento de los sectores formales, especialmente en la industria y el comercio.

Esto se correspondió con un aumento continuo en el ingreso medio de la economía durante toda la década pasada (excepto en 2009, cuando se quedó estable), si bien por debajo del incremento en el nivel de los precios de la vivienda. Como resultado, el índice de accesibilidad a la vivienda nueva (inverso del precio medio de la vivienda/ingreso disponible anual)¹, que se entiende como (el inverso de) el número de años de ingresos necesarios para pagar una vivienda sin financiación, se redujo en el transcurso de la década. Esto determinó un retorno de este indicador hasta los mismos niveles que se presentaban al final de los noventa y anteriores a la crisis hipotecaria (ver gráfico 3).

La reducción de la tasa de interés y la estabilidad de la inflación que se logró en la década pasada determinaron que el porcentaje del ingreso disponible que paga anualmente un hogar en una cuota por crédito hipotecario (60%), índice de esfuerzo, sea significativamente más bajo que el registrado en 1998 (122%)², pues los menores costos financieros amortiguaron el incremento de los precios (ver gráfico 4).

1: El ingreso disponible anual se tomó del Reporte de Estabilidad Financiera del Banco de la República, en donde fue utilizado para el cálculo de la carga financiera de los hogares.

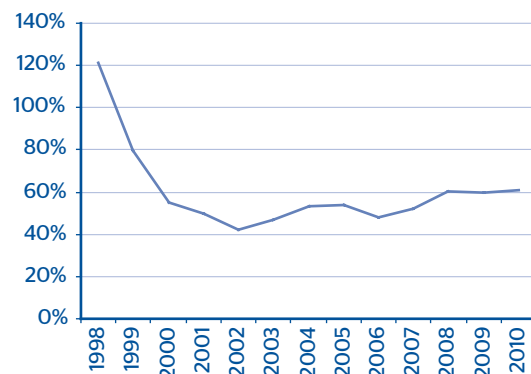
2: Un porcentaje mayor a cien en este indicador se explicó por el choque conjunto de mayores tasas de interés y menor ingreso disponible en este año.

Gráfico 3

Índice de accesibilidad (inverso del precio medio de la vivienda/ingreso disponible)


Fuente: BBVA Research

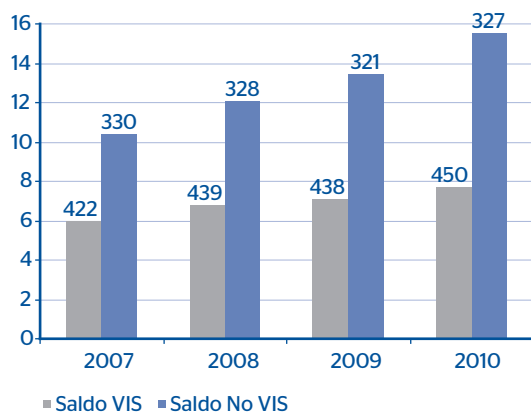
Gráfico 4

Índice de esfuerzo (amortizaciones e intereses anuales/ingreso disponible)


Fuente: BBVA Research

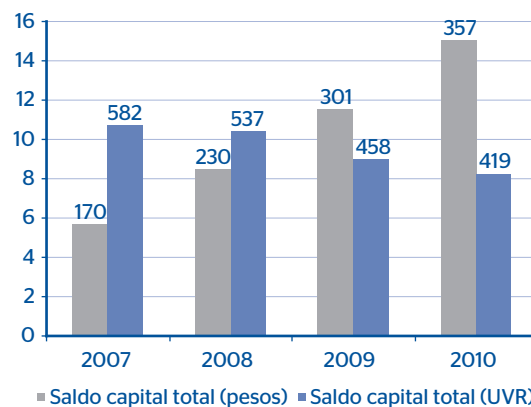
El incremento en las ventas de vivienda estuvo acompañado de una aceleración en la cartera hipotecaria, la cual pasó de significar el 3,7% del PIB en marzo de 2009 a 4,2% del PIB actualmente (cuando se incluye al Fondo Nacional del Ahorro y otras cooperativas). El 67% de estos recursos fue destinado a la compra de vivienda No VIS y creció 15,6% a/a en 2010, mientras que el saldo de créditos VIS (33% del total) aumentó 8,5% a/a. Por otra parte, en los últimos cuatro años el crédito hipotecario en tasa variable (UVR) ha tenido una reducción de 27,5%, pasando de representar un 75% de la cartera total a sólo 35% actualmente. Esta disminución se explica en parte por los choques inflacionarios ocurridos en 2007 y 2008 que aumentaron la aversión por este tipo de crédito y llevaron a sustituirlo por créditos en tasa fija (ver gráficos 5 y 6).

Gráfico 5

Crédito de vivienda VIS y No VIS (billones de pesos y miles de créditos vigentes)


* Números en los gráficos muestran el número de créditos vigentes
Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 6

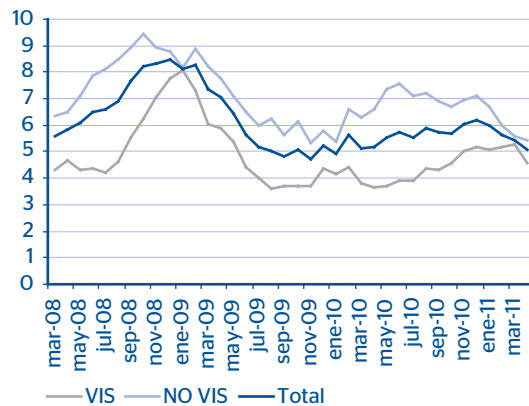
Créditos otorgados en pesos y UVR (billones de pesos y miles de créditos vigentes)


* Números en los gráficos muestran el número de créditos vigentes
Fuente: DANE y BBVA Research

La oferta reaccionó a la mayor demanda

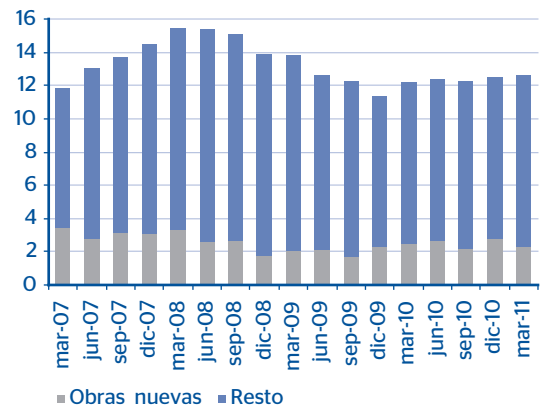
En diciembre de 2008 el tiempo de rotación de la oferta disponible era cercano a un año, con el promedio de ventas observado en los primeros cuatro meses de 2011, la oferta disponible (en construcción y terminados) se vendería en menos de cinco meses. Este mejor desempeño de la comercialización de los proyectos determinó un incremento en la iniciación de nuevas obras de construcción (en metros cuadrados), las cuales crecieron en los últimos cuatro trimestres (a marzo de 2011) un 17,6% a/a. No obstante, el inicio trimestral de obras aún no regresa a los niveles máximos observados en 2007, en parte porque se estuvo alimentando el mercado durante 2009 y 2010 con proyectos de vivienda que se encontraban en ejecución (Gráfico 8).

Gráfico 7

Rotación de inventarios de vivienda por
rango de precios de vivienda (número de meses)

Fuente: CAMACOL y BBVA Research

Gráfico 8

Obras totales en proceso
(millones de metros cuadrados)

Fuente: DANE y BBVA Research

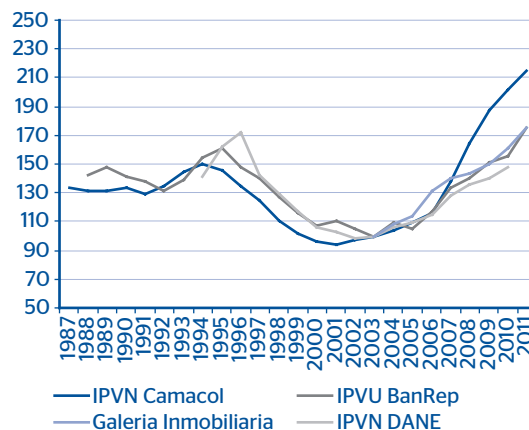
En total el inicio de construcciones diferentes a vivienda cayó 14,4% a/a en marzo, en tanto que el stock total de obras (iniciadas y que continuaron proceso) siguió ajustándose a la baja para el caso de oficinas y bodegas. El ajuste de estas últimas está determinado por el alto inventario en terminados y en proceso con el que cuentan las principales ciudades del país. En efecto, según cálculos de La Galería Inmobiliaria, la oferta actual de bodegas en Bogotá demoraría en venderse entre tres y cuatro años al ritmo de ventas actual.

Precios residenciales suben en un contexto de baja disponibilidad de suelos urbanos

Según el DANE, los precios de la vivienda nueva aumentaron 5,9% a/a real en 2010, ligeramente por encima del incremento anual promedio desde 2003 (5,7% real). La principal explicación para el incremento en los precios de la vivienda proviene de la escasez de suelos en los centros urbanos y del marcado proceso de urbanización del país. Por ejemplo, el precio del suelo en Bogotá entre 2002 y 2010 creció en promedio 3,7% real anual (Fedelonjas y CAMACOL), aumentando su participación en el precio final de la vivienda desde niveles de 15% a cerca de 23% (La Galería Inmobiliaria).

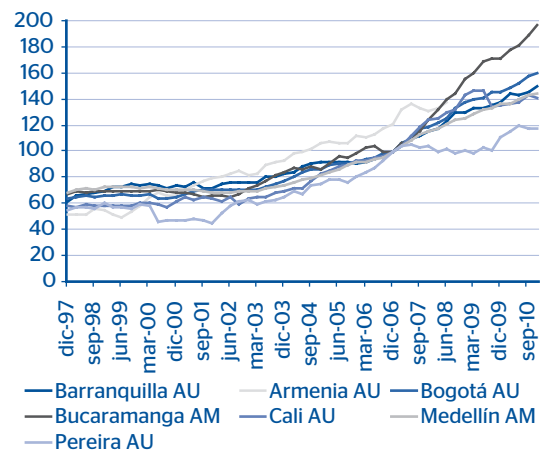
Gráfico 9

Precios reales de la vivienda (Índice 2003=100)



* CAMACOL (Marzo 2011), Galería Inmobiliaria (Abril 2011). ** Datos de CAMACOL únicamente para Bogotá.
Fuente: DANE, Banco de la República, CAMACOL, La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

Gráfico 10

Precios reales de la vivienda usada
por ciudades (Índice dic-06=100)

Fuente: DANE y BBVA Research

A su vez, en ciudades de la costa Caribe, como Barranquilla y Santa Marta, los precios se incrementaron fuertemente en los últimos años debido a la mayor demanda por segunda vivienda de habitantes de otras regiones del país, especialmente en Santa Marta. Sin embargo, este parece ser un proceso normal en la medida que estas ciudades conservaban los niveles de precios más bajos de la zona, a pesar de ser ciudades con fuerte demanda turística.

Por otra parte, los costos de construcción tuvieron una tendencia a la baja desde mediados de 2008 hasta inicios de 2010 y en este momento se mantienen en niveles coherentes con la meta de inflación del BanRep, creciendo 0,9% real a/a en abril.

3. Buenas perspectivas del sector

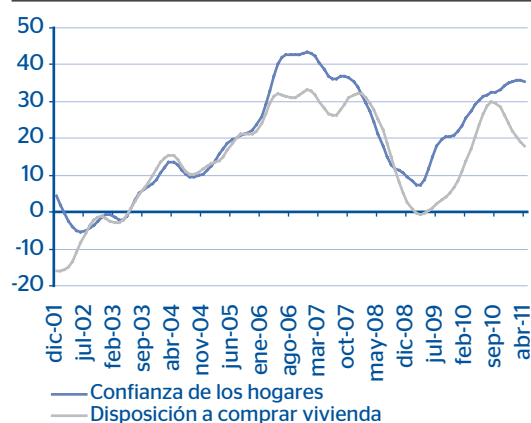
Demanda se mantiene fuerte

Los datos recientes de la confianza de los hogares y de percepción de desempleo soportan una buena perspectiva para la demanda por vivienda. En particular, los indicadores de sentimiento económico se recuperaron rápidamente durante 2010 y actualmente se encuentran muy cercanos a los niveles máximos obtenidos en 2006 y 2007. Asimismo, la disposición para la compra de vivienda (ajustada por estacionalidad), se mantuvo estable en niveles altos en el inicio del año 2011. Sin embargo, no se descarta una moderación para los próximos trimestres de las tasas de crecimiento actuales en las ventas de vivienda, tanto por una mayor base de comparación como por el incremento en la tasa de interés de referencia del BanRep.

Al respecto, vale la pena anotar que en los últimos datos disponibles para la tasa de interés hipotecaria no se evidencia una transmisión de los incrementos de la tasa del BanRep, permaneciendo estable tanto en pesos como en UVR. Algunos estudios han demostrado que la principal fuente de fondeo de los bancos comerciales para ofrecer este crédito de largo plazo son los bonos del tesoro nacional. Por tanto, en la medida que los resultados fiscales del Gobierno Central se consoliden en los próximos años y se mantenga una inflación controlada, la tasa hipotecaria no recibiría una transmisión completa de los incrementos en la tasa del BanRep.

Gráfico 11

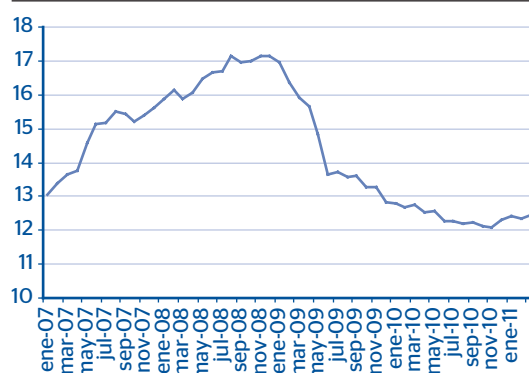
Confianza de los hogares y disposición a comprar vivienda (ajustado por estacionalidad)



Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

Gráfico 12

Tasas de interés hipotecario (E.A., %)



Fuente: Superfinanciera y BBVA Research

Finalmente, las perspectivas de demanda en el sector comercial también son positivas en la medida que las ramas de la economía que se presentan como los principales demandantes de oficinas y locales comerciales, industria y comercio, están creciendo a tasas interanuales cercanas a 5% y por encima de 10%, respectivamente. No obstante, el nivel de demanda comercial esperado para este y el próximo año no será suficiente para absorber la oferta (actual y esperada) en este período, determinando una lenta reducción en el nivel de vacancia de los locales, bodegas y oficinas comerciales.

Déficit de vivienda genera una alta demanda potencial

Según los cálculos de Economía Urbana, en la segunda mitad de la década anterior se crearon 285 mil nuevos hogares por año, mientras que se construyeron formalmente 140 mil unidades en promedio. De esta forma, durante el período el mercado se ajustó a través de la vivienda informal, siendo mayor el desequilibrio en las viviendas de interés prioritario –VIP– (déficit de 71%) y en las de interés social –VIS– (déficit de 55%), con respecto a las viviendas No VIS, rango que prácticamente está en equilibrio.

Se estima que la necesidad de vivienda nueva para los próximos años se ubique por encima de 300 mil unidades anuales, que se compara deficitariamente con el máximo nivel de construcción de viviendas en que se encontraría el sector actualmente cercano a 200 mil, de acuerdo con las licencias de construcción aprobadas en la segunda mitad de 2010 e inicios de 2011. De esta forma, el déficit habitacional total calculado en 4,5 millones en 2010 (1,8 millones en términos cuantitativos), seguiría ampliándose en el mediano plazo, aunque a un ritmo menor.

Para reducir este déficit, el actual Gobierno se ha propuesto promover la construcción de un millón de viviendas en los cuatro años siguientes, de las cuales el 70% servirán para suplir los rangos bajos de precios (VIP y VIS). Esta iniciativa exigirá una inversión de COP 78 bn en todo el período, de los cuales COP 10,5 bn serán recursos de la Nación y los Entes territoriales y el restante sería cubierto por crédito hipotecario y ahorro. En la anterior vigencia (2007-2010) el presupuesto público equivalía a 6,5 bn. y el gasto privado estuvo por encima de 30 bn. (en precios de 2010). Asimismo, la propuesta es muy exigente en términos de habilitación de terrenos y necesitará la concurrencia de la nueva Ley de macroproyectos de segunda generación (4.156 Has), diseño de Planes de Ordenamiento Territorial –POT– (2.344 Has) y procesos de renovación urbana (510 Has), para llegar a un total de 7.000 Has en habilitación de suelo.

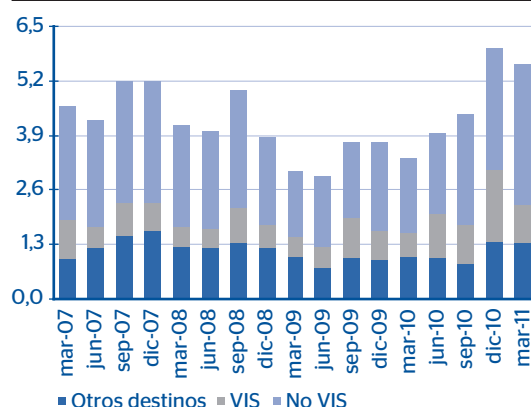
Licencias de construcción anticipan continuidad del dinamismo

En el primer trimestre de 2011 las licencias de construcción aprobadas crecieron 66,3% a/a, impulsadas principalmente por los permisos para vivienda (76% del total), especialmente las de mayor valor. Estas variaciones positivas están concentradas en Cundinamarca, Bogotá D.C., Valle y Antioquia.

Adicionalmente, el buen desempeño del sector en 2011 estará apoyado por el sistema de pre-ventas de vivienda característico durante los últimos años en las principales ciudades del país. A diferencia de la década de los noventa, en la actualidad la iniciación de la mayoría de los proyectos residenciales se condiciona al logro del punto de equilibrio financiero. En efecto, en abril el 77% de los proyectos en ejecución (en Bogotá, Medellín y Cali) se encontraban vendidos, con una mínima cantidad de viviendas terminadas en oferta, la cual podría liberarse en una semana si se compara con el ritmo de ventas de los últimos meses (ver gráfico 14).

Gráfico 13

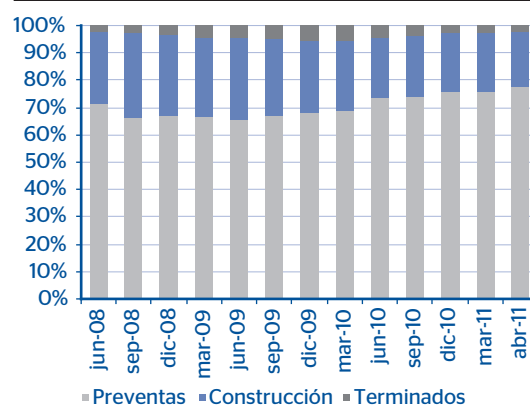
Licencias de construcción por destino (trimestre móvil, millones de metros cuadrados)



Fuente: DANE y BBVA Research

Gráfico 14

Estado de la oferta (Bogotá, Medellín y Cali, %)



Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

Las ciudades intermedias con mayor contribución al crecimiento de las licencias de construcción al primer trimestre de 2011 son Bucaramanga, Pereira, Tunja y Armenia, impulsadas especialmente por edificaciones comerciales, al tiempo que Barranquilla, Ibagué y Neiva continuaron con tasas de crecimiento superiores a 50% jalonadas por vivienda. Esto muestra el crecimiento del ingreso per cápita en estas ciudades de menor tamaño, lo cual está incentivando la llegada de nuevos inversionistas y la mayor demanda por centros comerciales y oficinas. Al mismo tiempo, se evidencia una mayor sofisticación de las edificaciones residenciales en línea con el mejor nivel económico de sus habitantes.

En suma, las cifras de licencias de construcción muestran que el dinamismo en la oferta deberá continuar al menos hasta 2012 en la medida que al fuerte incremento en la construcción de vivienda social, se ha unido el mejor comportamiento en el licenciamiento de las viviendas de mayor valor y la estabilización (y en algunas ciudades el aumento) de las construcciones comerciales. Esta composición de la oferta, ahora menos concentrada en la construcción sin acabados con menor valor agregado, permitirá un crecimiento del PIB del sector de edificaciones cercano a 10% en promedio en 2011 y 2012.

Continuarán los moderados incrementos en los costos y los precios de la vivienda

Para los próximos años se esperan presiones en los precios del acero y el hierro, en línea con la presencia de altas cotizaciones internacionales para este producto. Igualmente, los comercializadores de cemento en Colombia prevén un aumento en su precio en la segunda mitad de 2011 como consecuencia de los incrementos en los costos de su producción y distribución asociados con la ola invernal. Por lo tanto, en el mediano plazo no se anticipa un retroceso en los precios de las viviendas, dado que el principal componente del incremento, el precio de la tierra, tiene factores fundamentales que lo mantendrán al alza. Al mismo tiempo, las presiones controladas que se mantuvieron desde los demás componentes del costo se empezarán a revertir con el mejor entorno internacional.

Finalmente, el mayor precio de la vivienda no se ha transmitido en la misma magnitud al incremento en los arriendos, en parte porque cerca de un 30% de las compras de vivienda nueva en estratos altos en los últimos tres años se ha incorporado al mercado de arriendo. Esto se sumó a las personas que compraron vivienda nueva para vivir y que habrían puesto en venta o arriendo su anterior hogar. En los próximos años los arriendos podrían retomar una tendencia positiva en la medida que el nivel de vacancia se encuentra cercano a los niveles mínimos de la década pasada. En particular, en Bogotá estos niveles que llegaron a ser 3% en 2007 y que luego aumentaron a 5,5% en 2008, se encuentran actualmente en valores ligeramente superiores a 4% (La Galería Inmobiliaria).

4. Conclusiones

El sector de edificaciones liderará el crecimiento económico en 2011 y 2012. Los factores que permitirán este desempeño son la solidez actual de las constructoras que en su mayoría mantienen el régimen de preventas, la permanencia de bajas tasas de interés como respuesta a la baja inflación esperada, el mejor desempeño económico de los sectores demandantes de edificaciones no residenciales y la mayor atención de la política pública en el sector vivienda.

En este sentido, BBVA Research espera un incremento de la actividad edificadora a un rango entre 180 y 250 mil viviendas anuales en los próximos cuatro años, desde las 120 mil actuales, en la medida que la puesta en marcha de la segunda generación de los macroproyectos y la disposición de tierras re-urbanizables apoyen la vigente recuperación del ciclo de la construcción de la vivienda de mayor valor. Las metas del Gobierno Nacional en cuanto a la construcción de un millón de viviendas en cuatro años son más exigentes. De hecho, para lograr las metas, en 2014 se deben construir cerca de 300 mil unidades de vivienda (casi 180 mil VIS), más del doble del promedio histórico registrado en Colombia.

En todo caso, de cumplirse las perspectivas de BBVA Research, aunque por debajo de las metas del Gobierno, el sector establecerá niveles récord en el próximo cuatrienio. Estos niveles serán coherentes con el nivel de demanda esperado, impulsado por la presencia de mayores esfuerzos fiscales en materia de subsidios, el mayor acceso al crédito de las familias de menores ingresos (tanto en fondos públicos de ahorro programado como en el sistema financiero) y las mejores condiciones de ingreso de las clases medias ante el mayor crecimiento económico.

5. Tabla: los indicadores del sector

Tabla 1

Principales indicadores del sector inmobiliario

Indicador	2008	2009	2010	1T11*
Población (millones)	43,4	43,9	44,5	44,6
Crecimiento PIB (a/a, %)	3,5	1,5	4,3	5,1
Tasa de desempleo urbano (fdp, %)	10,6	11,3	11,1	10,8
PIB construcción (a/a,%)	8,8	8,4	1,9	-4,5
Construcción y edificaciones (a/a, %)	13,3	-1,7	-3,3	4,1
Obras civiles (a/a, %)	4,2	20,1	6,2	-11,5
Total obras (a/a, %)	12,4	-10,8	-2,7	5,4
Obras culminadas (a/a, %)	20,0	16,4	-22,7	22,8
Obras en proceso (a/a, %)	-4,0	-18,4	10,6	3,3
Obras paralizadas o inactivas (a/a, %)	12,2	14,4	-0,5	2,5
Licencias de construcción (a/a,%)	-11,7	-21,0	32,0	66,4
Vivienda (a/a, %)	-14,1	-18,7	38,7	79,3
Otros destinos (a/a, %)	-5,3	-26,4	14,2	35,6
Oferta disponible (fdp, miles de unds.)	496	51,0	58,0	58,6
Rotación de inventarios (meses)	8,5	5,2	6,2	5,5
Costos reales de la construcción (a/a, %)	-2,2	-3,1	-1,4	0,4
Empleo construcción (miles de personas)	910	1.012	1.132	1.083
Producción de cemento (a/a,%)	-5,5	-12,0	3,3	12,2
Despachos de cemento (a/a,%)	-1,5	-7,2	7,3	11,4
Venta de viviendas (miles de unds.)	78,6	102,6	111,9	32,3
VIS	28,7	41,7	53,0	13,6
NO VIS	50,0	60,9	59,0	18,7
Precios reales de vivienda nueva DANE (a/a, %)	6,1	3,4	5,9	6,4
Precios reales de vivienda usada BanRep (a/a,%)	5,1	8,0	3,3	-
Crédito hipotecario y titularizaciones (COP bn.)**	13,9	15,5	18,0	18,7
Crédito hipotecario y titularizaciones (a/a,%)	14,9	11,2	16,2	16,4
Crédito hipotecario y titularizaciones (%PIB)	2,9	3,0	3,3	3,3
Tasa de interés Banco de la República (fdp, E.A., %)	9,5	3,5	3,0	3,5
Tasa fija hipotecaria (fdp, E.A., %)	17,2	13,8	12,9	13,6
Tasa variable hipotecaria (fdp, E.A., %)	9,3	7,4	7,6	7,4

* Año corrido ** No incluye Fondo Nacional del Ahorro ni cooperativas no pertenecientes al sector financiero regulado.
Fuente: Banco de la República, CAMACOL, DANE y BBVA Research

AVISO LEGAL

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:

Economista Jefe

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

María Paola Figueroa

mariapaola.figueroa@bbva.com.co

Mauricio Hernández

mauricio.hernandez@bbva.com.co

María Claudia Llanes

maria.llanes@bbva.com.co

Ignacio Miró

ignacio.miro@bbva.com.co

Estudiantes en práctica profesional:

Nathalia Giraldo

nathalia.giraldo@bbva.com.co

Viviana Marulanda

viviana.marulanda@bbva.com.co

BBVA Research

Economista Jefe del Grupo

Jorge Sicilia

Economías Emergentes:

Alicia García-Herrero

alicia.garcia-herrero@bbva.com.hk

Análisis Transversal Economías Emergentes

Álvaro Ortiz Vidal-Abarca

Asia

Stephen Schwartz

stephen.schwartz@bbva.com.hk

China

Daxue Wang

daxue.wang@bbva.com.hk

India

Sumedh Deorukhkar

deorukhkar@grupobbva.com

Sudamérica

Joaquín Vial

jvial@bbvaprovida.cl

Argentina

Gloria Sorensen

gsorensen@bancofrances.com.ar

Chile

Alejandro Puente

apuente@grupobbva.cl

Colombia

Juana Téllez

juana.tellez@bbva.com.co

Perú

Hugo Perea

hperea@grupobbva.com.pe

Venezuela

Oswaldo López

oswaldo_lopez@provincial.com

México

Adolfo Albo

a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México

Julián Cubero

juan.cubero@bbva.bancomer.com

Economías Desarrolladas:

Rafael Doménech

r.domenech@bbva.com

España

Miguel Cardoso

miguel.cardoso@bbva.com

Europa

Miguel Jiménez

mjimenezg@bbva.com

Estados Unidos

Nathaniel Karp

nathaniel.karp@bbvacompass.com

Sistemas Financieros y Regulación:

Santiago Fernández de Lis

sfernandezdelis@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 Económicos

Juan Ruiz

juan.ruiz@bbva.com

Escenarios Financieros

Sonsoles Castillo

s.castillo@bbva.com

Innovación y Procesos

Clara Barrabés

clara.barrabes@bbva.com

Market & Client Strategy:

Antonio Pulido

ant.pulido@grupobbva.com

Equity Global

Ana Munera

ana.munera@grupobbva.com

Crédito Global

Javier Serna

Javier.Serna@bbvauk.com

Tipos de Interés, Divisas y

Materias Primas

Luis Enrique Rodríguez

luisen.rodriguez@grupobbva.com

Interesados dirigirse a

BBVA Research Colombia

Carrera 9 No 72-21 Piso 10

Bogotá, Colombia

Tel: 3471600 ext 1448

bbvaresearch@bbva.com

E-mail: researchcolombia@bbva.com.co