

Colombia

# Situación Inmobiliaria

Junio 2010

## Análisis Económico

- La disminución de las tasas de interés y la política de subsidios impulsarán la demanda residencial en 2010 y 2011, con un especial dinamismo en el segmento de interés social.
- Se prevé una variación anual positiva del sector de edificaciones a partir del segundo semestre 2010.
- El ajuste en el stock de vivienda y la recuperación de la demanda se reflejarán en un proceso de valorización de los precios inmobiliarios, si bien a un ritmo moderado.
- Un crecimiento sostenido del sector requerirá enfrentar retos en materia de disponibilidad de tierras urbanizables e informalidad en la vivienda.



# Índice

1. Perspectivas de oferta y demanda en el mercado inmobiliario .....	3
2. Condiciones microfinancieras y mercado de crédito hipotecario.....	6
3. Perspectivas para las inversiones en vivienda de interés social .....	8
4. Factores de riesgo para el mercado inmobiliario .....	9

**Fecha de cierre: 25 de junio de 2010**

En el primer semestre de 2010, la economía colombiana se ha recuperado más rápido de lo esperado, gracias a un mayor dinamismo de la demanda interna, especialmente del consumo privado y de la inversión pública. Esto ha sido posible en la medida que los balances de los hogares y las empresas no se vieron seriamente afectados durante el último ciclo. Asimismo, el estímulo monetario permitió reducir la carga financiera de los hogares generando una mayor disposición al endeudamiento para el consumo y la inversión.

El pronóstico de crecimiento de BBVA Research Colombia para 2010 y 2011 es de 3,0% y 4,4% a/a, respectivamente. No obstante, no pueden descartarse nuevas revisiones al alza si las mejoras recientes en indicadores de actividad se consolidan. De hecho, los aumentos en la inversión en maquinaria y una recuperación de las licencias de construcción podrían anticipar un incremento más fuerte que el pronosticado en la inversión privada.

En este contexto, el sector inmobiliario ha entrado en una nueva fase de expansión, luego de la desaceleración experimentada en 2008 y 2009. En esta ocasión, los componentes que determinarán el crecimiento del sector de la construcción serán diferentes. Mientras que en 2009 el sector se expandió sustentado en un crecimiento de 33,9% a/a en las obras públicas y pese a una caída de 12,4% a/a en las edificaciones privadas, este año nuestro pronóstico sugiere una variación positiva de la actividad constructora basada en una contribución nula de las obras civiles y un incremento cercano al 5,0% en las edificaciones.

## 1. Perspectivas de oferta y demanda en el mercado inmobiliario

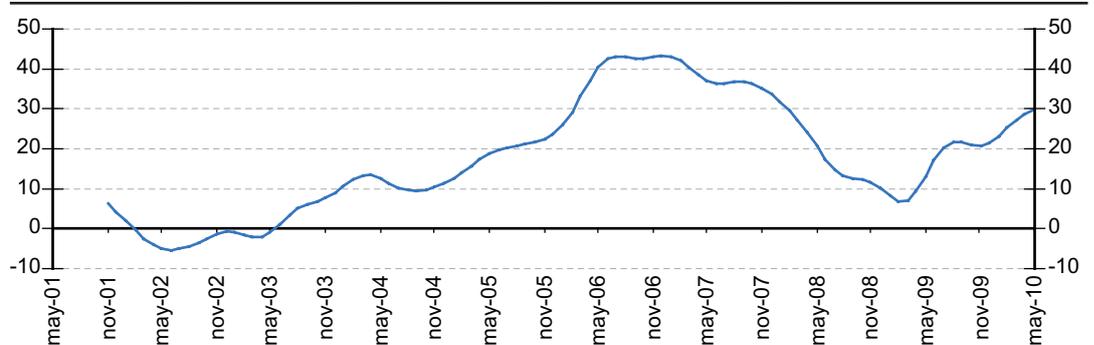
La actividad de edificaciones comenzó a presentar señales de recuperación a partir del segundo semestre de 2009. Entre otros indicadores, se destaca el aumento de las ventas totales, la disminución en el stock de vivienda y la reactivación del crédito hipotecario. El panorama para 2010 indica que la demanda seguirá aumentando y que los precios inmobiliarios mantendrán una tendencia creciente, si bien su ritmo de aumento será moderado. El programa de incentivos a la demanda liderado por el Gobierno continuará impulsando la demanda residencial en 2010 y 2011 y las tasas de interés en niveles históricamente bajas sostendrán la demanda aún después de la finalización del programa de subsidios. Paralelamente, los incentivos a la oferta de vivienda a través del programa de Macroproyectos seguirán impulsando la construcción de vivienda de interés social.

### Factores de demanda

Factores de corto y largo plazo permiten prever una tendencia creciente de la demanda residencial en Colombia. En el corto plazo, la aceleración del crecimiento económico, la mejora en los indicadores de asequibilidad de la vivienda y la política de subsidios a la demanda determinarán un incremento en las ventas de vivienda que deberá extenderse por lo menos hasta comienzos de 2011. En el largo plazo, la demanda residencial estará impulsada por factores demográficos, particularmente por el amplio déficit habitacional existente en el país y la tendencia creciente en la creación de nuevos hogares.

Gráfico 1

#### Decisión compra vivienda (Serie ajustada por estacionalidad)

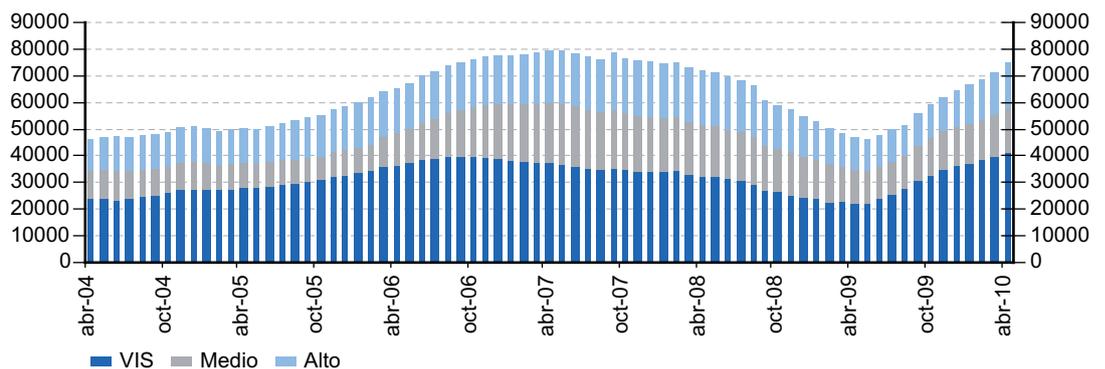


Fuente: Fedesarrollo y BBVA Research

En cuanto al panorama económico, el deterioro en las condiciones del mercado laboral se ha comenzado a revertir con el mayor dinamismo de la actividad económica. En lo que resta del año, la tasa de desempleo mantendrá una trayectoria descendente, lo cual sumado a la reducción en la carga financiera de los hogares, respaldará la mejora en la confianza de los consumidores. Por su parte, la disposición para la compra de vivienda presenta una evolución positiva desde abril de 2009, ubicándose en los niveles observados en 2005, época en la cual iniciaba el auge inmobiliario que se consolidó en los siguientes años (véase gráfico 1). Lo anterior se ha materializado en un incremento de las ventas de vivienda de 66% en los últimos 12 meses hasta mayo de 2010 (véase gráfico 2), mejorando el indicador de rotación de inventarios.

Gráfico 2

**Ventas de Vivienda por Rango de Precios (unidades)**



\* Datos para Bogotá, Medellín y Cali  
Fuente: La Galería Inmobiliaria y BBVA Research

La política monetaria expansiva y el subsidio a la tasa de interés también determinaron un incremento en los índices de asequibilidad de vivienda, con mayor efecto sobre los estratos bajos. En este sentido, en la medida que las tasas de interés y la inflación permanezcan bajas en los próximos trimestres, las mejores condiciones de ingreso permitirán avances adicionales en este indicador, lo cual sería un importante impulso para la demanda en el corto plazo.

Por su parte, los subsidios seguirán estimulando una demanda creciente de vivienda, especialmente en el segmento de interés social (VIS). Esta medida está dirigida a promover la compra de vivienda nueva con valor inferior a 335 salarios mínimos legales vigentes, aproximadamente \$173 millones de 2010. Inicialmente el programa contó con recursos por \$500 mil millones correspondientes a 32.000 créditos. Ante el éxito de la iniciativa, el número de cupos se amplió a 95.000 comprometiendo recursos adicionales por \$350 mil millones. Al mismo tiempo se amplió el plazo para el desarrollo de los proyectos del 31 de junio de 2010 hasta el 31 de diciembre de 2011. Según las cifras del Gobierno, entre abril de 2009 y junio de 2010 se han beneficiado 56.104 familias. De los cupos aprobados, un 62% han sido asignados a la adquisición de Vivienda de Interés Social (VIS) y Vivienda de Interés Prioritario (VIP).

En consecuencia, la participación de la vivienda VIS en el total del mercado aumentó significativamente. Mientras el segmento VIS representó el 43% de las ventas totales de vivienda en 2007, actualmente equivale al 59% y continúa ganando participación en el mercado en la medida que están disponibles más proyectos de este tipo.

En cuanto a factores demográficos, es de esperar que la tendencia de reducción en el tamaño de los hogares e incremento en el número de los mismos se mantenga en los próximos años. Según la Encuesta de Calidad de Vida, entre 2003 y 2008 el número de personas promedio por hogar a nivel nacional pasó de 3,9 a 3,7. Este patrón ha sido más marcado a nivel urbano. En efecto, en el caso de Bogotá, el promedio de personas por hogar se ubica en 3,4. Por tanto, es de esperar que en el largo plazo, en la medida en que el país avance en su proceso de urbanización<sup>1</sup>, los promedios nacionales de personas por hogar se reduzcan aún más.

En este contexto, se estima que la necesidad de vivienda nueva para los próximos años se ubique en 350 mil unidades anuales<sup>2</sup>. Por su parte, el número de licencias promedio anuales entre 2005 y marzo del 2010 se ubicó en 118 mil. Lo anterior, aunado al déficit de vivienda existente en el país, estimado en 3,8 millones de hogares en 2005, no hace más que corroborar la amplia brecha de demanda que seguirá existiendo en el mediano plazo en Colombia.

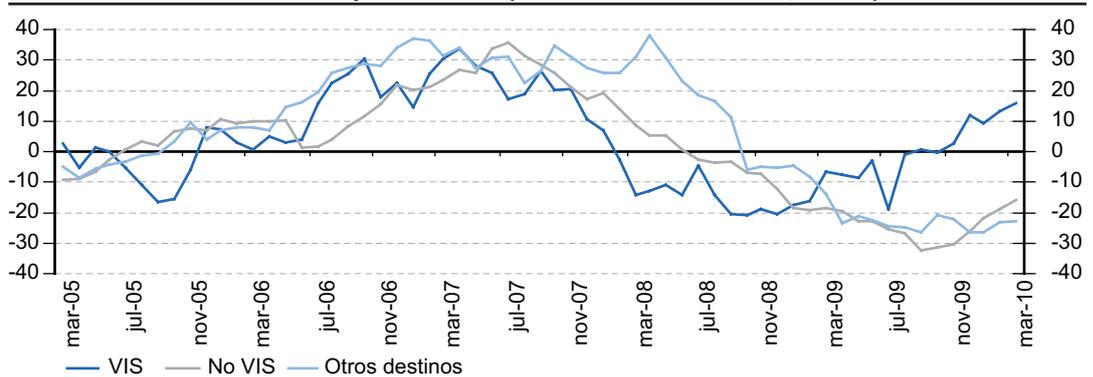
1: Según los estimativos del DANE hacia el año 2020 el 77% de la población se ubicará en las cabeceras municipales.  
2: Estimativos realizados en Situación Inmobiliaria 2009.

### Factores de oferta

Las mayores ventas de vivienda desde abril de 2009, que tuvieron un papel fundamental en la reducción de los stocks construidos, tendrán su mayor efecto en la puesta en marcha de nuevos proyectos de construcción en la segunda mitad de 2010. Este resultado se corresponde con el incremento que han tenido las licencias de construcción durante los últimos 12 meses y su aceleración en el primer trimestre de 2010 (véase gráfico 3). Este indicador antecede entre seis y nueve meses la puesta en marcha de los proyectos de construcción.

Gráfico 3

#### Licencias de construcción por destino (Acumulado 12 meses, a/a %)



Fuente: DANE y BBVA Research

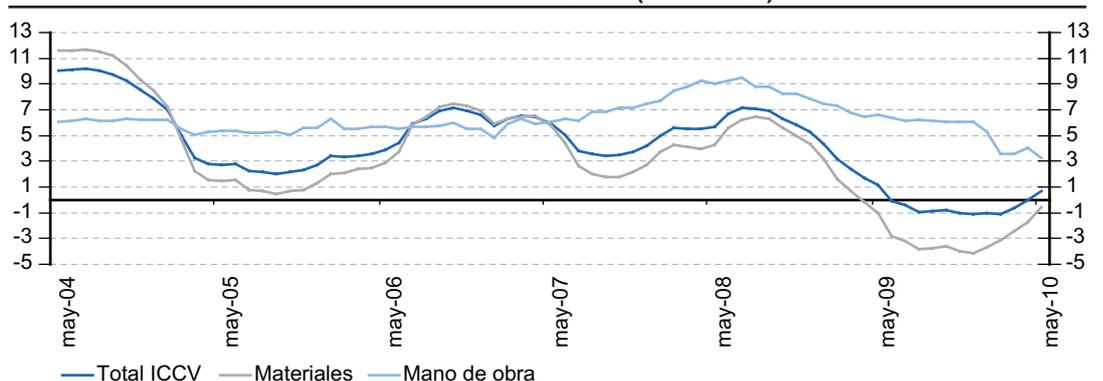
No obstante, el comportamiento del sector sería heterogéneo por tipo de construcción. En particular, se presentará un mayor dinamismo en los permisos para vivienda y en este grupo las dirigidas a VIS. A su vez, las construcciones comerciales continuarán ajustándose a la baja ante la gran oferta acumulada en los años anteriores y la reducción actual en la demanda. En efecto, es probable que la construcción de oficinas, bodegas y locales continúe por varios trimestres adicionales con caídas interanuales, en la medida en que el proceso de recuperación económica tardará en traducirse en la ampliación de la infraestructura de las empresas actuales.

De otra parte, cabe destacar la favorable situación financiera de las empresas constructoras<sup>3</sup>, en parte, gracias a la consolidación del modelo de preventas, el cual requiere que los proyectos alcancen el punto de equilibrio financiero previo al inicio de las obras. En las principales ciudades del país los proyectos en preventas superan el 70% del total y menos del 5% se encuentran finalizados sin vender. De esta forma se asegura la sostenibilidad financiera de los proyectos actuales y en proceso.

Adicionalmente, la actividad constructora seguirá favoreciéndose de la moderación en el costo de sus insumos, como ha venido sucediendo en el último año cuando incluso llegó a tener variaciones negativas (véase gráfico 4). El repunte en el precio de los materiales será medido ante un panorama de bajos precios internacionales dada la lenta recuperación del crecimiento mundial. Asimismo, los costos asociados a la mano de obra y a maquinaria y equipo seguirán reflejando bajas presiones en línea con el comportamiento del nivel general de precios de la economía.

Gráfico 4

#### Índice de Costos de la Construcción de Vivienda (var. a/a %)



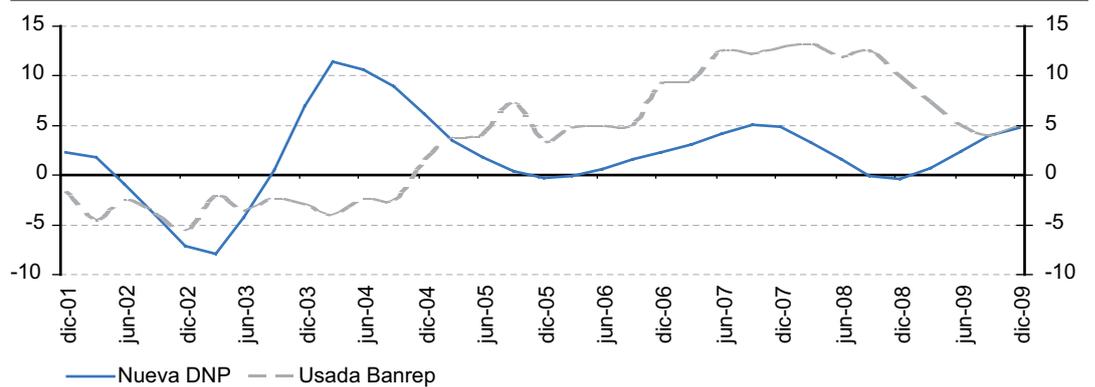
Fuente: DANE y BBVA Research

3: En las empresas constructoras el ROE pasó de 2,9% a 3,5% y el ROA de 9,4% a 11,7% entre 2008 y 2009.

Los precios de la vivienda nueva y usada presentaron un comportamiento disímil durante 2009. De un lado, de acuerdo con el Índice de Vivienda Nueva calculado por el Departamento Nacional de Planeación, los precios de la vivienda nueva crecieron 4,8% en términos reales, recuperando terreno frente a la caída de 0,4% registrada en 2008 (véase gráfico 5). Por su parte, los precios de la vivienda usada desaceleraron al presentar un incremento en términos reales de 5,0% en 2009 frente a 10,0% en 2008. En el mediano plazo se prevé continuidad en el proceso de valorización de la vivienda nueva y usada dada la disminución en el stock de vivienda y la creciente demanda. Entre tanto, el valor del arriendo como porcentaje del valor nominal del inmueble cada vez será más inflexible al alza debido a la mayor oferta.

Gráfico 5

**Crecimiento real de precios de la vivienda (a/a %)**



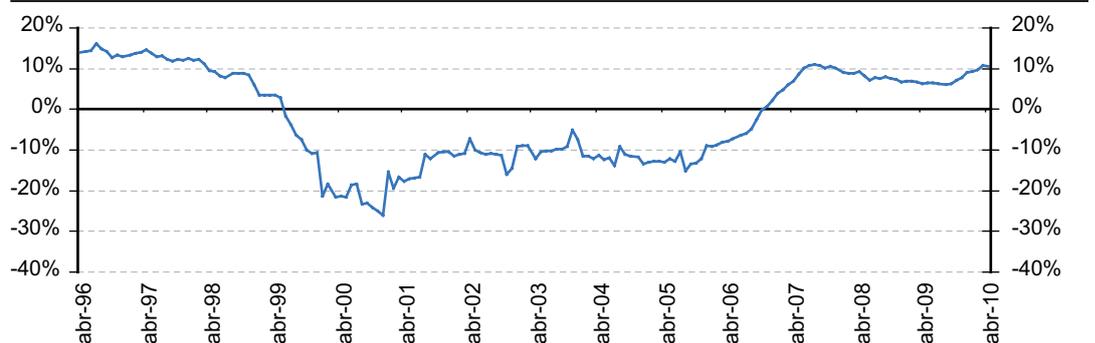
Fuente: DNP y Banco de la República y BBVA Research

## 2. Condiciones microfinancieras y mercado de crédito hipotecario

El comportamiento del crédito hipotecario, impulsado por la disminución en las tasas de interés y los incentivos a la demanda otorgados por el Gobierno, continuará sustentando la reactivación del sector inmobiliario. En los meses recientes la cartera hipotecaria ha presentado un aumento significativo en el ritmo de crecimiento, al pasar a crecer 10,4% en abril, en términos reales, frente a 7,1% seis meses atrás (véase gráfico 6).

Gráfico 6

**Crédito hipotecario con titularizaciones (Variación % a/a real)**



Fuente: Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana, DANE y BBVA Research

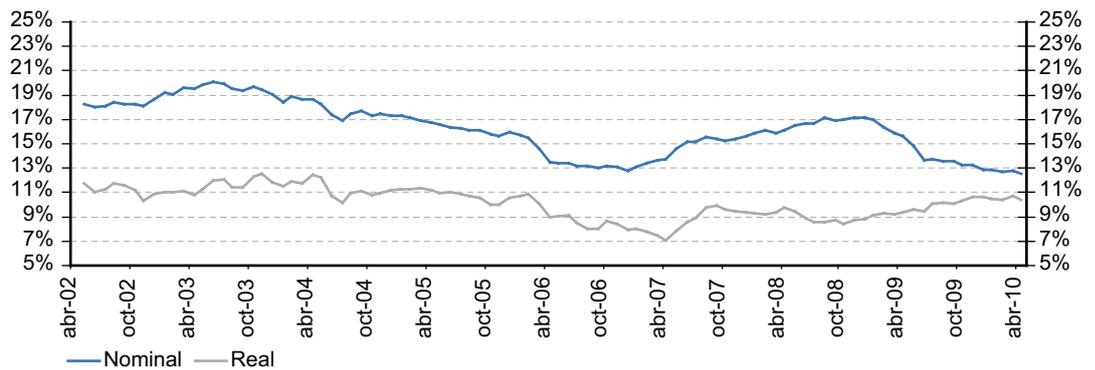
Asimismo, el valor total de desembolsos para la adquisición ha aumentando desde el segundo semestre de 2009, tanto en vivienda VIS como No VIS. Según las cifras reportadas por la Superintendencia Financiera, en el último año hasta marzo de 2010 se otorgaron créditos por un valor de \$4,9 billones de pesos, lo que implica un crecimiento real de 23,4% con respecto al mismo período del año anterior.

Por su parte, las tasas de interés se encuentran en niveles históricamente bajos y no deberían empezar a aumentar hasta finales de 2010. Mientras que las tasas reales de colocación para la cartera

hipotecaria se han estabilizado, ubicándose en niveles de 10,4%, las tasas nominales mantienen una tendencia decreciente, acumulando un descenso de 458 pbs entre diciembre de 2008 y abril de 2010 (véase gráfico 7), debido principalmente a la flexibilización en la política monetaria adoptada por el Banco de la República. En efecto, en este lapso de tiempo la tasa de interés oficial disminuyó 700 pbs ubicándose en 3,0% tras un último recorte en abril. En lo que resta de 2010, y en un contexto de bajas presiones inflacionarias, se espera que la tasa de interés permanezca en este nivel, si bien las primeras señales hacia una normalización de la postura de política monetaria podrían presentarse a finales del año. Lo anterior sugiere que, incluso en el escenario en que el programa de subsidios en tasa de interés no sea renovado, las bajas tasas de interés garantizarían la continuidad en el proceso de expansión del crédito.

Gráfico 7

**Tasas de interés hipotecaria en pesos**

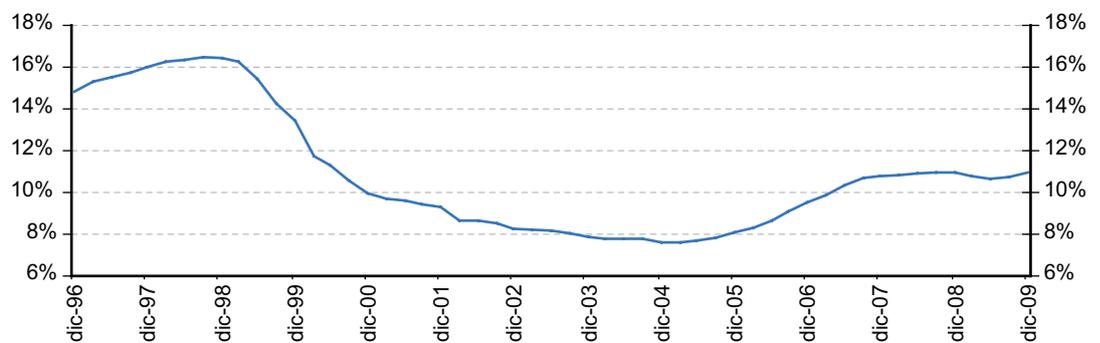


Fuente: Superintendencia Financiera y BBVA Research

En términos de riesgo de crédito, el indicador de calidad de cartera para el segmento hipotecario presentó una mejoría, al pasar de 5,5% en abril del año anterior a 4,2% en abril de 2010. Esta tendencia debería mantenerse a lo largo de 2010 en la medida que se consolide el proceso de mejora en los indicadores de capacidad de pago de los hogares. En especial, cabe señalar que la carga financiera de los hogares se ha reducido, quebrando la tendencia ascendente registrada en años anteriores<sup>4</sup>. Este indicador alcanzó un nivel de 17,9% a diciembre de 2009, según cifras del Banco de la República, y debería seguir disminuyendo por cuenta de las menores tasas de interés. Por su parte, el nivel de endeudamiento de los hogares, definido como el total de créditos hipotecarios y de consumo otorgados por el sector financiero como porcentaje del PIB, ha venido aumentando estabilizándose en niveles cercanos al 11,0% en diciembre de 2009 (véase gráfico 8). Este nivel de endeudamiento es significativamente inferior al máximo histórico de 16,5% alcanzado a mediados de 1998, cuando se presentaron síntomas de una burbuja en el mercado crediticio.

Gráfico 8

**Nivel de endeudamiento de los hogares**



Fuente: Superintendencia Financiera, Titularizadora Colombiana, DANE y BBVA Research

4: El indicador de carga financiera se define como la relación entre el pago de intereses y amortizaciones de capital asociados con las carteras de consumo e hipotecaria, y la remuneración recibida por los asalariados.

La baja profundización financiera para la modalidad de cartera hipotecaria sugiere un espacio importante para la expansión del crédito hipotecario aprovechando las perspectivas positivas de crecimiento económico para los próximos años. En el segundo semestre de 2009 este indicador aumentó en 15 pbs ubicándose en 3,2%. Sin embargo, aún sigue bastante rezagado frente al promedio para América Latina, lo cual requiere enfrentar importantes retos para dinamizar el crédito dirigido hacia el sector, tal como se describirá más adelante.

### 3. Perspectivas para las inversiones en vivienda de interés social

Con el fin de atender el déficit habitacional en el país y responder a la fuerte demanda por vivienda de interés social y prioritario, el Gobierno ha venido promoviendo la figura de los Macroproyectos de Interés Social Nacional (MISN). Este proyecto busca impulsar el trámite de 16 proyectos de participación pública - privada con el fin de ofrecer cerca de 180 mil soluciones de vivienda en el mediano plazo y habilitar el suelo para construir cerca de 50 mil viviendas antes de finalizar 2010. El 4 de marzo la Corte Constitucional declaró inexecutable el decreto de los macroproyectos por excluir a los Concejos municipales y distritales del proceso de formulación y adopción de los mismos, desconociendo su condición de reguladores del uso de sus suelos. En la práctica implica desplazar las normas comprendidas en el Plan de Ordenamiento Territorial por las contenidas en los MISN.

Cabe destacar que los macroproyectos son fundamentales para potenciar la oferta de vivienda social en la medida en que agilizan la consecución de tierras y disminuyen los trámites necesarios en la ejecución de los proyectos. Sumados al exceso de demanda de vivienda, a los subsidios a la tasa de interés y a la disminución en las tasas de crédito hipotecario, los macroproyectos han permitido que en la última década se haya más que duplicado el número de constructoras que tienen en su portafolio proyectos de vivienda de interés social. Estas últimas han logrado consolidar un modelo de negocio en el que mitigan los riesgos financieros y alcanzan un margen de ganancia debido al alto volumen, a los honorarios obtenidos y a la exención del IVA en algunos insumos de la construcción.

Debido al fallo de la Corte Constitucional seis de los 16 macroproyectos se han visto retrasados. Aquéllos que se mantienen en curso tienen como meta para 2010 la habilitación de suelo para 19,5 mil soluciones de vivienda y la construcción de cerca de 5 mil unidades habitacionales (véase tabla 1). En reconocimiento de la importancia de los MISN como incentivo a la oferta de VIS y con el fin de superar los obstáculos interpuestos por la Corte Constitucional, se espera que el Gobierno antes de finalizar su período presente un decreto indicativo que haga viable los MISN.

Tabla 1

#### Metas y ubicación de los macroproyectos en curso\*

Macroproyectos	Ubicación	Área (ha)	Soluciones de vivienda	
			Meta 2010	Potencial
1. Altos de Santa Elena	Cali (Valle)	47	2.000	5.000
2. Ciudadela San Antonio	Buenaventura (Valle)	215	620	4.000
3. Ecociudad Navarro	Cali (Valle)	67	0	6.000
4. Villas de San Pablo	Barranquilla (Atlántico)	297	1.000	14.600
5. Ciudad del Bicentenario	Cartagena (Bolívar)	556	1.650	25.000
6. Nuevo Occidente Viviendas con Corazón hacia Territorios Equitativos	Medellín (Antioquia)	33	4.279	6.822
7. Bosques de San Luis	Neiva (Huila)	36	928	3.500
8. Centro Occidente de Colombia San José	Manizales (Caldas)	111	1.000	3.500
9. Ciudad Verde	Soacha (Cundinamarca)	328	7.000	25.000
10. Ciudadela Gonzalo Vallejo Restrepo	Pereira (Risaralda)	163	1.000	7.500

\*Cifras a 31 de mayo de 2010

Fuente: Ministerio de Ambiente, Vivienda y Desarrollo Territorial y BBVA Research

A futuro se espera que el Gobierno siga impulsando políticas para dinamizar la oferta de vivienda de interés social. El presidente electo Juan Manuel Santos ha anunciado que prestará especial atención al sector de la vivienda lo que se evidencia con la creación del Ministerio de Vivienda, Ciudad y Territorio. Mediante las medidas anunciadas, el Gobierno electo estima un aumento de la oferta de vivienda de entre 200 mil y 300 mil viviendas y la generación de más de 600 mil empleos directos al año. Dentro de las reformas propuestas se encuentra la ampliación del presupuesto destinado a subsidios de vivienda y la simplificación de los trámites del proceso de crédito, la agilización de las obras de urbanismo, la unificación de la regulación sobre la tierra y la aclaración del alcance de los niveles nacionales y municipales.

## 4. Factores de riesgo para el mercado inmobiliario

Si bien las perspectivas del desempeño del sector de la construcción en Colombia son bastantes alentadoras, existen algunos limitantes que podrían atenuar su ritmo de crecimiento. Entre los condicionantes de mediano plazo se encuentran el problema de escasez de suelos, la informalidad de la vivienda y las trabas al financiamiento de la vivienda. Por su parte, la continuidad de la política de subsidios y la dinámica de compra de vivienda como inversión incidirán en el comportamiento de corto plazo del sector.

La baja disponibilidad de suelos urbanizables se debe primordialmente a las debilidades de orden territorial en el suministro de suelos y a la poca intervención del sector privado. En particular existen dificultades en cuanto a los mecanismos para controlar los precios del suelo y financiar la infraestructura vial y de servicios públicos que permitan su urbanización. Esta situación también se ha reflejado en la generación de un sector de vivienda informal, lo cual se ha visto acentuado por el bajo acceso al financiamiento que afecta en general al sector de la vivienda y particularmente al segmento de bajos ingresos.

Por su parte, el marco jurídico que regula el crédito hipotecario en Colombia no es suficientemente claro acerca de los derechos de los deudores y de los acreedores, principalmente en lo concerniente a la ejecución de garantías. Es así como se debe buscar desarrollar mecanismos de restitución de garantías que no pasen por instancias judiciales, las cuales debido a su congestión representan cuellos de botella. Otro impedimento en el proceso ejecutivo lo representa la ausencia de una forma estandarizada de liquidar los intereses y el pago de seguros lo cual prolonga la duración del proceso jurídico. De igual forma, el exceso de trámites necesarios para la ejecución de las garantías frena el financiamiento de vivienda.

En cuanto a las perspectivas de corto plazo del sector inmobiliario, es posible identificar dos riesgos principales. De un lado, el programa de cobertura a las tasas de interés para los créditos de vivienda actualmente enfrenta una demanda superior a los subsidios disponibles. En efecto, los cupos disponibles para subsidios se ubican en 95 mil mientras que las solicitudes son de 106,9 mil generando un exceso de demanda de subsidios de 12 mil. En la medida que algunos hogares tendrán que desistir de sus planes de inversión, es presumible que los tiempos de venta de los proyectos se prolonguen y que por lo tanto las constructoras deban incurrir en mayores costos financieros. Estos resultados se pueden ver, sin embargo, alterados en la medida en que el Gobierno entrante ha anunciado una ampliación en los recursos para financiar los subsidios destinados al sector de la vivienda.

Otro factor de riesgo tiene que ver con la mayor dinámica en la demanda de vivienda como negocio de inversión. Históricamente la compra de vivienda para inversión se ha concentrado y ha sido casi exclusiva a los estratos altos. Recientemente esta práctica se ha visto incrementada, generalizándose a los estratos de ingresos medios y aumentando en los segmentos tradicionales. En efecto, mientras que en el último año cerca del 30% de las compras de vivienda se realizaron con perspectivas de inversión, en el pasado éstas habían representado en promedio el 15%. Por lo tanto, se espera un incremento en la colocación de vivienda para la venta y el arriendo que podría competir con los proyectos residenciales próximos a iniciarse. Lo anterior presumiblemente provocará presiones a la baja en los precios del sector inmobiliario. A su vez, el ajuste del mercado se podría traducir igualmente en la postergación en el inicio de nuevos proyectos, lo cual restaría dinamismo al sector.

**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 se proporciona en el Reino Unido únicamente a aquellas personas a quienes puede dirigirse de acuerdo con la Financial Services and Markets Act 2000 (Financial Promotion) Order 2001 y no es para su entrega o distribución, directa o indirecta, a ninguna otra clase de personas o entidades. En particular el presente documento únicamente se dirige y puede ser entregado a las siguientes personas o entidades (i) aquellas que están fuera del Reino Unido (ii) aquellas que tienen una experiencia profesional en materia de inversiones citadas en el artículo 19(5) de la Order 2001, (iii) a aquellas con alto patrimonio neto (High net worth entities) y a aquellas otras a quienes su contenido puede ser legalmente comunicado, incluidas en el artículo 49(1) de la Order 2001.

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 y el resto de entidades del Grupo BBVA que no son miembros de la New York Stock Exchange o de la National Association of Securities Dealers, Inc., no están sujetas a las normas de revelación previstas para dichos 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](http://www.bbva.com) / Gobierno Corporativo".**

Este informe ha sido elaborado por la Unidad de Colombia:

*Economista Jefe de Sudamérica*

**Joaquín Vial**  
jvial@bbvaprovida.cl

*Economista Jefe Colombia*

**Juana Téllez**  
juana.tellez@bbva.co

**María Paola Figueroa**  
mariapaola.figueroa@bbva.com.co

**María Claudia Llanes**  
maria.llanes@bbva.com.co

**Daniela Buenaventura**  
daniela.buenaventura@bbva.com.co

**Mauricio Hernández**  
mauricio.hernandez@bbva.com.co

**María Camila Barón**  
maria.baron@bbva.com.co

## BBVA Research

*Economista Jefe del Grupo*

**José Luis Escrivá**

*Economistas Jefe y Estrategas Jefe de las Unidades:*

*Escenarios Económicos y Financieros y Regulación:*

**Mayte Ledo**  
teresa.ledo@grupobbva.com

Escenarios Financieros  
**Daniel Navia**  
daniel.navia@grupobbva.com

Sistemas Financieros  
**Ana Rubio**  
arubiog@grupobbva.com

Escenarios Económicos  
Regulación

*España y Europa:*

**Rafael Doménech**  
r.domenech@grupobbva.com

España  
**Miguel Cardoso**  
miguel.cardoso@grupobbva.com

Europa  
**Miguel Jiménez**  
mjimenezg@grupobbva.com

*Economías Emergentes:*

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

Análisis Transversal  
**Sonsoles Castillo**  
s.castillo@grupobbva.com

Pensiones  
**David Tuesta**  
david.tuesta@grupobbva.com

Asia  
**Stephen Schwartz**  
stephen.schwartz@bbva.com.hk

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

*Market & Client Strategy:*

**Antonio Pulido**  
ant.pulido@grupobbva.com

Equity y Crédito  
**Ana Munera**  
ana.munera@grupobbva.com

Tipos de Interés, Divisas y  
Materias Primas  
**Luis Enrique Rodríguez**  
luisen.rodriguez@grupobbva.com

Asset Management  
**Henrik Lumholdt**  
henrik.lumholdt@grupobbva.com

*Estados Unidos y Mexico:*

**Jorge Sicilia**  
j.sicilia@bbva.bancomer.com

Estados Unidos  
**Nathaniel Karp**  
nathaniel.karp@grupobbva.com

México  
**Adolfo Albo**  
a.albo@bbva.bancomer.com

Análisis Macro México  
**Julián Cubero**  
juan.cubero@bbva.bancomer.com

Interesados dirigirse a:

**BBVA Research Latam**  
Pedro de Valdivia 100  
Providencia  
97120 Santiago de Chile  
Teléfono: + 56 26791000  
E-mail: bbvaresearch@grupobbva.com