



ASOFIDUCIARIAS

INFORME ANUAL DEL SECTOR FIDUCIARIO 2014

Marzo 19 de 2015
Bogotá D. C. – Colombia

INFORME PARA LA ASAMBLEA ORDINARIA DE AFILIADOS

A. CONTEXTO MACROECONÓMICO Y SECTORIAL DURANTE EL AÑO 2014

INTRODUCCIÓN

El panorama económico colombiano para este año ha registrado un fortalecimiento de la producción agregada, reducción de la tasa de desempleo y una inflación controlada. A nivel internacional fue notable la consolidación de la recuperación económica de los Estados Unidos, al igual, que la precipitada disminución del precio del petróleo, las tensiones políticas en el Este de Europa y, la preocupación por la lenta recuperación en la Zona Euro combinada con un probable escenario de deflación.

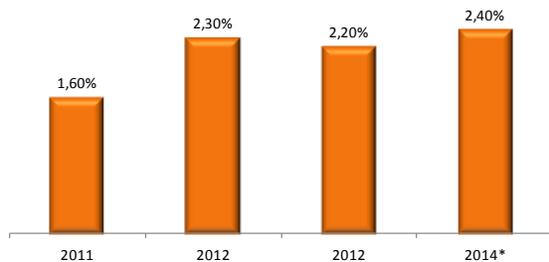
1. ENTORNO ECONÓMICO GLOBAL Y LOCAL

ESTADOS UNIDOS

De acuerdo con las cifras publicadas por el Departamento de Comercio de los Estados Unidos¹, el comportamiento del Producto Interno Bruto (PIB) durante el año 2014 tuvo una recuperación frente al nivel de 2013, con un crecimiento del 2,4% superior al 2,2% registrado el año anterior.

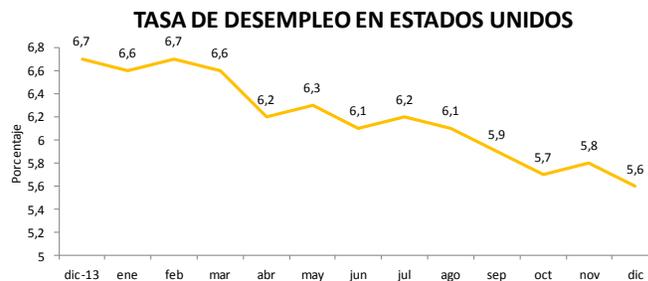
En el informe se explica que el crecimiento se debe principalmente al consumo de los hogares en bienes durables y a la inversión estructural no residencial, los cuales compensaron los efectos del ajuste fiscal que completó cuatro años consecutivos en el 2014.

CRECIMIENTO ANUAL DEL PIB ESTADOS UNIDOS



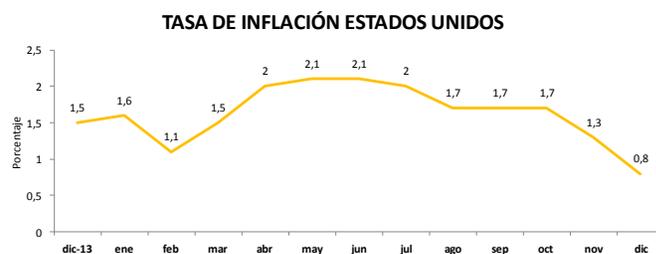
Fuente: Bloomberg.

Fue así como el sólido crecimiento económico norteamericano condujo a una tendencia decreciente sostenida en la tasa de desempleo, alcanzando un mínimo del 5,6% en diciembre de 2014.



Fuente: Bloomberg

En ese sentido, el mercado laboral continuó con la fuerza suficiente para que la Reserva Federal iniciara el *Tapering* o disminución progresiva del plan compras de activos (*Quantitative Easing-QE*), como se detallará más adelante.



Fuente: Bloomberg. Tasa de inflación medida como la variación de los últimos 12 meses.

La Inflación de los doce meses corridos del año 2014 en Estados Unidos registró una notable disminución, registrando en diciembre un 0.8%, debido al mismo comportamiento de los precios de la energía, principalmente del petróleo. La inflación *core*, que excluye energía y alimentos, cerró el año en 1,6% manteniendo, así, el nivel de precios general de la economía por debajo de la meta inflacionaria de la autoridad monetaria, situada en el 2%.

Dadas las bajas presiones inflacionarias y la sostenida recuperación de la economía y el empleo, la Reserva Federal mantuvo inalterada la tasa de intervención en el 0.25% durante todo el año 2014. Adicionalmente,

¹ News Release, Bureau of Economic Analysis, US Department of Commerce, January 30 2015, * Cifras del primer estimativo "Advance".

realizó el desmonte gradual del plan de compras de activos financieros “QE” desde febrero hasta octubre de 2014. Dado que el recorte fue anunciado y anticipado por los agentes, no tuvo efectos sobre los mercados financieros emergentes.

Se desataca que el 1 de febrero de 2014 el Senado aprobó el cambio de presidente del Federal Reserve-FED, nombrando a Janet Louise Yellen, Doctora en Economía de Yale, como la primera mujer en ocupar el cargo. Fue así como sus declaraciones, reafirmando el compromiso de mantener las tasas de referencia entre 0 - 0.25%, aun después de finalizar el programa de compra de activos y mientras persistan los niveles de inflación y empleo acordes a los objetivos planteado por el *Federal Open Market Committee* - FOMC², imprimieron calma y certidumbre en los mercados.

Durante el segundo trimestre de 2014, las expectativas del mercado frente a la fecha del primer aumento de tasas por parte de la FED, pasaron de agosto a octubre de 2015³.

Posteriormente, en septiembre de 2014, los miembros del FOMC expresaron su preocupación por el sector exportador y la inflación, ante un fortalecimiento del dólar y el débil crecimiento económico de la Zona Euro, Japón y China.

Finalmente, en la última reunión del año, diciembre de 2014, se observó un cambio en la postura de la FED, anunciando que, *“habiendo terminado el programa de compras de activos en octubre, y con una economía progresando hacia los objetivos trazados, el comité considera que una modificación en la orientación es apropiada en este momento”*⁴

Dado lo anterior, entre septiembre y diciembre aumentó la incertidumbre de que la FED iniciara los incrementos de tasas antes de lo esperado, con el consecuente efecto sobre la volatilidad de los mercados.

² Transcript of Chair Yellen's Press Conference March 19, 2014

³ El mercado infiere las expectativas sobre las decisiones de la FED respecto a las tasas de interés, mediante la observación de los contratos de futuros de tasas de interés que se transan en la Bolsa de Chicago.

⁴ Transcript of Chair Yellen's FOMC Press Conference December 17, 2014



Fuente: CBOE, Cálculos Asofiduciarias

Además de lo anterior, la percepción de riesgo global, medida por el indicador de volatilidad VIX, refleja otros episodios relevantes durante el año 2014.

En el primer trimestre de 2014, reflejó la preocupación mundial por la tensión política entre Rusia y Ucrania, como se explicará más adelante.

Así mismo, en octubre se incrementó, alcanzando el máximo del año en 26.25 puntos, lo cual fue ocasionado por factores como la publicación de datos económicos negativos en Europa, el rumbo de la política monetaria en Estados Unidos y en diciembre se suma la tensión política en Grecia, como se explica más adelante.

EUROPA

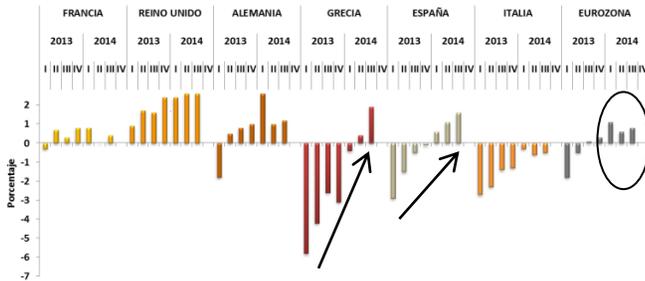
En el año 2014 la economía de la Zona Euro continuó su lenta recuperación de la recesión. Se destaca la tendencia sostenida del PIB de Grecia y España, ubicándose en terreno positivo. Así, Grecia pasó del - 5.8% al 1.9% entre marzo de 2013 y septiembre de 2014 y, España pasó del -2.9% al 1.6% en el mismo periodo.

Igualmente, las agencias de riesgo mejoraron el rating de calificación la deuda soberana para España de BBB- a BBB⁵ y para Grecia de B- a B⁶.

⁵ Standard & Poor's Rating Services, May 2014

⁶ Standard & Poor's Rating Services, September 2014

CRECIMIENTO DEL PIB TRIMESTRAL EUROPA



Fuente: Bloomberg. Tasa de variación del PIB trimestral comparado con el mismo trimestre del año anterior.

Por su parte, las economías de Francia, Reino Unido y Alemania continuaron jalonando la modesta recuperación en la producción agregada de la región. Al corte de septiembre de 2014, la Zona Euro alcanzó cuatro trimestres consecutivos con variaciones positivas, alcanzando 0.8%.

De manera consecuente, los indicadores de actividad industrial se vieron reflejados en el mercado laboral europeo, el cual registró una tendencia suave pero sostenida hacia la reducción del desempleo.

La Zona Euro redujo su tasa de desempleo del 11.8% en diciembre de 2013 al 11.5% en noviembre de 2014.

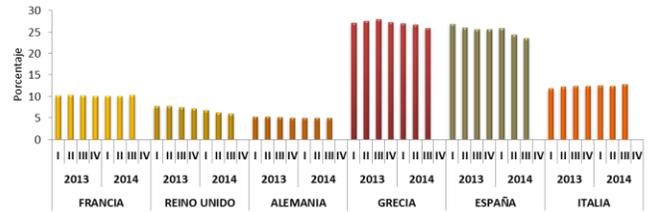
TASA DE DESEMPEÑO EUROZONA



Fuente: Bloomberg

España y Grecia dejaron atrás sus máximos históricos en el nivel de desempleo, 26.94% y 28.0%, respectivamente, registrados en marzo y septiembre de 2013, alcanzando 23.67% y 25.8% en septiembre de 2014.

TASA DE DESEMPEÑO EUROPA



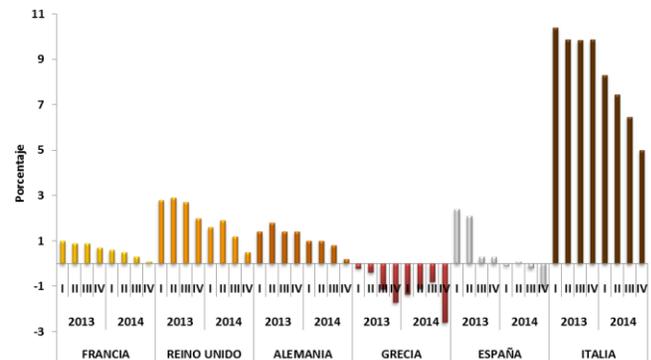
Fuente: Bloomberg

En contraste, la inflación representó la principal preocupación de las autoridades europeas durante el año 2014. Fue así, como todas las economías presentaron un comportamiento descendente del nivel general de precios, acentuado en el último trimestre.

Francia, Reino Unido y Alemania tuvieron una inflación inferior al 1% en el cuarto trimestre del año 2014.

Mientras Grecia completó dos años consecutivos con inflaciones negativas, alcanzando un mínimo en diciembre de 2014 del -2.6%. Así mismo, España completó dos trimestres consecutivos de tendencia negativa registrando -1% al mismo corte.

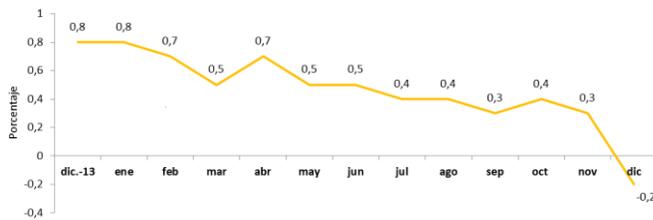
INFLACIÓN EUROPA



Fuente: Bloomberg

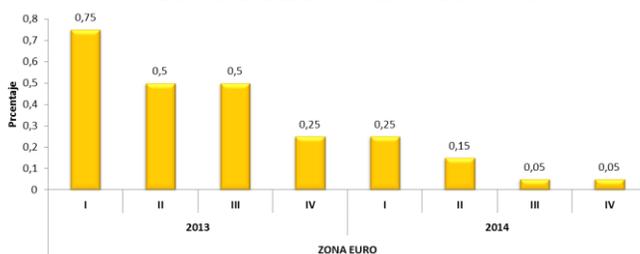
Dado lo anterior, la Zona Euro registró una preocupante tendencia hacia la deflación⁷, finalizando el año 2014 con una cifra de -0.2%

⁷ Deflación, en economía, es la reducción generalizada y prolongada del nivel de precios de bienes y servicios. Suele responder a una caída en la demanda y puede tener consecuencias más negativas que la inflación.

TASA DE INFLACIÓN EUROZONA


Fuente: Bloomberg

En este contexto, el Banco Central Europeo-BCE en el mes de junio redujo el tipo de interés aplicable a las operaciones principales de financiación del Eurosistema, en 10 puntos básicos hasta situarse en el 0,15%. Simultáneamente, adoptó otras medidas para mejorar el funcionamiento del mecanismo de transmisión de la política monetaria, por ejemplo, realizar operaciones de refinanciación de largo plazo (*Targeted Longer-Term Refinancing Operations*), acelerar los preparativos del programa de compras en el mercado de activos respaldados (*Asset Backed Securities Market*), adicionalmente, decidió suspender la esterilización de liquidez inyectada bajo el programa de compras de bonos (*Securities Markets Programme*)⁸.

TASA DE INTERES DEL BANCO CENTRAL EUROPEO


Fuente: Bloomberg

Posteriormente, en el mes de septiembre, el BCE redujo nuevamente la tasa de interés en 10 puntos básicos hasta ubicarse en el 0.05% y anunció el inicio del programa de compras de activos respaldados por títulos del sector privado no financiero (*Asset Backed Securities*), mencionado previamente.

De otra parte, en el ámbito político, se acentuaron tensiones en algunos meses puntuales del año 2014, que

generaron aumento en la percepción de riesgo internacional.

Entre febrero y marzo de 2014⁹, tras la destitución del presidente ucraniano Viktor Yanukovich, la volatilidad de los mercados incrementó por causa de la desaprobación Norteamericana y Europea frente a la intervención militar Rusa en Ucrania, en apoyo a las manifestaciones separatistas de algunos estados surorientales en Ucrania, principalmente en Crimea.

El 5 de marzo de 2014 Estados Unidos anunció la suspensión de todos los contactos militares y negociaciones sobre el comercio con Rusia, debido a la presión del gobierno para evitar la decisión de Rusia de enviar tropas a Ucrania.

Finalmente, el 16 de marzo se realizó un referendo, en el cual se decidió la conformación de la República Autónoma de Crimea, separándose de Ucrania y uniéndose a la Federación Rusa.

Adicionalmente, otro episodio de tensión e incertidumbre política se observó en el mes de diciembre de 2014, en Grecia, después de que "el candidato Stavros Dimas, propuesto por la coalición de Gobierno para la Presidencia, fuera rechazado en tres oportunidades por el Parlamento de ese país. Bajo este escenario, el Primer Ministro de Grecia, Andonis Samarás, convocó a elecciones anticipadas para el 25 de enero de 2015, en las cuales se observó el claro favoritismo por el partido político de izquierda radical (*Syriza*), el cual se ha manifestado en contra de las medidas de austeridad que fueron exigidas en el plan de rescate acordado con la Unión Europea y el FMI en el año 2012.

Una vez se conoció la decisión del Primer Ministro, el FMI anunció que suspendería el programa de rescate financiero a Grecia hasta que el nuevo Gobierno se encontrara formado.

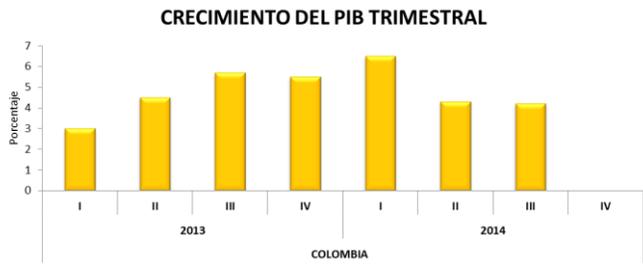
Con lo anterior, se incrementaron los temores sobre una posible salida de Grecia de la Zona Euro y sobre los

⁸ Introductory Statement for the Press Conference, BCE, June of 2014

⁹ Reportaje *Ucrania: cronología de un conflicto político y militar*, Edición 20 minutos, España, abril de 2014.

efectos que esto podría tener en la economía del bloque”¹⁰.

COLOMBIA



Fuente: Bloomberg Tasa de variación del PIB trimestral comparado con el mismo trimestre del año anterior

Colombia, al corte de septiembre de 2014, registró un crecimiento promedio del PIB trimestral del 5%, mientras en los primeros nueve meses de 2013 había sido del 4.2%.

Conforme al boletín publicado por el Dane¹¹, la cifra de crecimiento del 5.0% en los primeros nueve del 2014, se explicó principalmente por el comportamiento de los siguientes sectores: “13,7 % en construcción y 5,7 % en servicios sociales, comunales y personales. Los menores crecimientos se presentaron en industrias manufactureras en 0,5 % y explotación de minas y canteras en 0,8 %.”

Se destaca que el sector que más contribuyó al crecimiento del PIB de Colombia, en lo corrido del año 2014 fue el de Construcción. Dentro de éste, las actividades que más aportaron al crecimiento fueron obras civiles con el 18,4% y edificaciones, 7.7%.

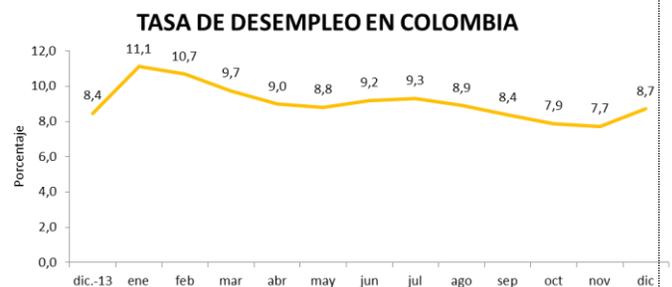
En contraste, el sector de minas y canteras registró el crecimiento más bajo, el cual obedeció al “aumento en el valor agregado de carbón en 11,6% y de minerales no metálicos en igual proporción, en tanto, disminuyó el valor agregado de petróleo crudo y gas natural en 1,7 % y minerales metálicos en 9,1 %”

¹⁰ Reporte de Mercados Financieros cuarto trimestre de 2014, Banco de la República, febrero de 2015.

¹¹ Boletín Técnico, Tercer Trimestre 2014, DANE.

Desde el punto de vista de la demanda, el informe del Dane reveló que el componente que más contribuyó al crecimiento fue la Inversión, cuya variación alcanzó el 15.0%, seguido del consumo final con el 5,3 %, en tanto que disminuyeron las exportaciones en 0,8 %, todos comparados con el mismo periodo de 2013”

Ahora bien, respecto al cuarto trimestre del año 2014 el Banco de la República en su reciente informe de inflación¹² indica “Los diferentes indicadores de actividad económica del cuarto trimestre de 2014 muestran una demanda interna dinámica. El comportamiento de las ventas al por menor, del crédito de consumo y de la confianza de los consumidores sugieren que en ese período el gasto de los hogares se aceleró. Asimismo, la expansión de la inversión habría sido importante, tanto en obras civiles como en maquinaria y equipo, y equipo de transporte. Se calcula que las exportaciones netas tuvieron un aporte negativo debido a una desaceleración de las ventas al exterior. Con esta información, para el cuarto trimestre de 2014 el equipo técnico proyecta un crecimiento alrededor de 4%, y cercano a 4,1% para el segundo semestre del mismo año. Si bien esta dinámica sería menor que la registrada en el primer semestre, su desempeño sigue siendo sobresaliente respecto a la región. Con lo anterior, en 2014 el crecimiento del PIB habría estado entre 4,5% y 5%, con 4,8% como cifra más probable”

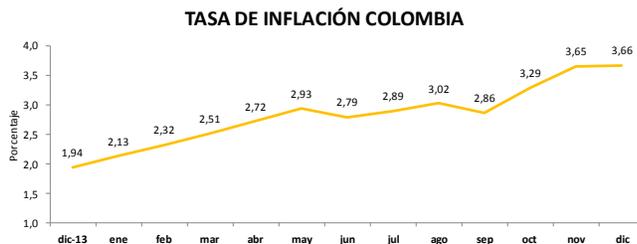


Fuente: Bloomberg

En Colombia la tasa de desempleo subió 0.3 puntos porcentuales, pasando del 8.4% al 8.7%, entre diciembre de 2013 y diciembre de 2014.

¹² Informe sobre inflación diciembre 2014, Banco de la Republica, Febrero 2015.

Se destaca, sin embargo, que la tasa promedio de desempleo, bajo del 9.6% al 9.1% entre el año 2013 y 2014.



Fuente: Bloomberg *Inflación anual: Variación del índice de precios para doce meses corridos.*

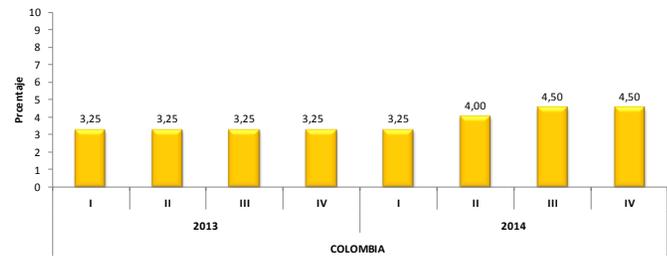
Por su parte, el promedio de los precios de bienes y servicios que componen la canasta familiar en Colombia, al cierre de 2014, fue del 3.66%, cifra que se ubicó dentro del rango meta establecido por la Junta Directiva del Banco de la República (2%-4%).

La inflación de año 2014 estuvo 1,74 puntos por encima de la registrada en 2013, del 1.94%. De acuerdo con las mediciones del Departamento Administrativo Nacional de Estadística, en los doce meses del año 2014 tres grupos se ubicaron por encima del promedio nacional: *alimentos (4,69%); educación (4,12%) y vivienda (3,69%)*. El resto de los grupos de gastos se ubicaron por debajo del promedio: *salud (3,46%); transporte (3,24%); diversión (2,81%); comunicaciones (2,30%); otros gastos (2,21%) y vestuario (1,49%)*.

El Banco de la República¹³ en su informe menciona: *“La desviación con respecto al punto central (3%) se explicó, fundamentalmente, por la reversión de caídas transitorias en precios de alimentos y regulados, y por aumentos temporales en otros, como diversión, cultura y esparcimiento. La depreciación del peso asociada con la fuerte caída del precio del petróleo, que se presentó en la segunda mitad del año, no se ha visto aún reflejada en los precios al consumidor.”*

¹³ Informe sobre inflación diciembre 2014, Banco de la República, Febrero 2015.

TASA DE POLÍTICA MONETARIA



Fuente: Bloomberg

De esta forma, la tasa de política monetaria en Colombia pasó de 3.25% en diciembre de 2013 a 4.50% en diciembre de 2014, con cinco aumentos de 0.25%, cada uno, a lo largo del año.

De acuerdo con el informe del Banco Central¹⁴, *“la Junta Directiva del Banco de la República decidió emprender oportunamente una reducción progresiva del estímulo monetario que venía recibiendo la economía, con el fin de mantener la inflación ajustada a la meta de largo plazo. En el segundo trimestre de 2014 aumentó la tasa de interés de política en 75 pb, de un nivel de 3,25% en marzo a 4,0% en junio, cambio que se está transmitiendo paulatinamente a las demás tasas de la economía.”*

Para el mes de julio de 2014, la Junta Directiva consideró adecuado aumentar nuevamente la tasa de interés de intervención en 25 puntos básicos, teniendo en cuenta que *“la demanda agregada ha mantenido un fuerte crecimiento en el contexto de un uso de la capacidad productiva cercano al pleno empleo. Al mismo tiempo, las expectativas de inflación se han situado cerca o levemente por encima del 3%. Todo esto ocurre en un ambiente en el cual el crecimiento del crédito ha aumentado y las tasas de interés reales de los préstamos se sitúan en niveles que impulsan el gasto”*¹⁵

Finalmente, el 29 de agosto de 2014, la Junta directiva decidió incrementar la tasa de interés de intervención en 25 pb, y la fijó en 4,5%. En su informe de prensa expone que *“la economía se está ajustando al cambio de postura de la política monetaria iniciado en el mes de marzo. Se espera que con este aumento de 25 puntos básicos, la tasa de interés de intervención mantenga la inflación y las*

¹⁴ Informe de la Junta Directiva al Congreso de la República julio de 2014.

¹⁵ Informe de Prensa, Banco de la República, Julio 31 de 2014

expectativas cerca de la meta de 3% y la actividad económica en su nivel potencial.”

Desde agosto hasta el cierre del año 2014 la autoridad monetaria mantuvo inalterada la tasa de interés en el 4.5%.

En el ámbito del mercado cambiario, se observó un fortalecimiento del dólar frente al peso del 24.1% durante el año 2014.



Fuente: Bloomberg

A partir del segundo trimestre de 2014 se observó una demanda masiva por dólar en el mercado, lo cual respondió a las expectativas de los agentes en un ambiente de mayor volatilidad y de aumento en la percepción de riesgo, influenciados por la caída en los precios de los commodities como petróleo, oro, cobre, plata, y por, las tensiones políticas en Grecia, los anuncios de política monetaria en los Estados Unidos y los datos de inflación en la Zona Euro, aspectos que ya fueron comentados.

De acuerdo con el reporte del Banco de la República,¹⁶ otros factores internos que contribuyeron a la apreciación del Dólar fueron *“el anuncio por parte del Gobierno de posponer hasta 2015 la venta de Isagen, lo cual redujo las expectativas de monetizaciones de divisas. Es importante señalar que en septiembre la Junta Directiva del Banco de la República anunció una extensión del programa de compra de reservas internacionales, mencionando que compraría hasta USD1.000 millones entre octubre y diciembre de 2014”*.

¹⁶ Reporte Mercados Financieros Tercer Trimestre 2014, Banco de la República octubre 2014.

Para el cuarto trimestre de 2014, se acentuó la revaluación del dólar. Conforme al informe del Banco Central¹⁷ *“en noviembre y diciembre el peso presentó mayores desvalorizaciones como consecuencia de la importante caída del precio del petróleo. Adicionalmente, la incertidumbre con respecto a la reforma tributaria pudo haber generado expectativas ante posibles incentivos a menores inversiones de capital en el país y salidas de divisas por parte de agentes del exterior e inversionistas institucionales. Por otra parte, es importante señalar que en diciembre la Junta Directiva del Banco de la República anunció que no continuaría acumulando reservas internacionales al tener en cuenta la evolución de distintos indicadores de cobertura de riesgo de liquidez externa y las condiciones del mercado cambiario.*

Evolución del Precio del Petróleo

Medido en dólares, el precio del petróleo entre junio y diciembre de 2014 disminuyó 50%. Esta reducción se explica por el aumento de la oferta, especialmente, por la decisión de la Organización de Países Exportadores de Petróleo (OPEP) respecto de mantener los niveles de producción.

El Fondo Monetario Internacional en su informe sobre perspectivas económicas mundiales menciona *“Estos efectos mundiales de la caída de los precios del petróleo ocultan efectos asimétricos entre los países. Los importadores de petróleo se beneficiarán de un aumento del ingreso real de los consumidores y del abaratamiento de la producción de bienes finales. Entre los importadores, la intensidad petrolera del consumo y la producción varía, pero las simulaciones utilizadas en el análisis de los escenarios llevan a pensar que el PIB aumenta entre 0,4 y 0,7% en 2015 en el caso de China y entre 0,2 y 0,5% en el de Estados Unidos. Para muchos importadores, aun siendo sustancial, el estímulo que genera la caída de los precios del petróleo se ve atenuado en cierta medida por la reciente depreciación de la moneda frente al dólar de EE.UU., que implica una baja más pequeña de los precios del petróleo en moneda nacional. En los países exportadores de petróleo, los ingresos reales y las utilidades por lo general disminuyen.*

¹⁷ Reporte Mercados Financieros Cuarto Trimestre 2014, Banco de la República febrero 2015.

Sin embargo, mucho dependerá de que los gobiernos, que suelen ser los principales beneficiarios del ingreso petrolero neto, ajusten o no el gasto¹⁸

PERSPECTIVAS GLOBALES

Conforme con el más reciente informe de actualización de perspectivas del Fondo Monetario Internacional¹⁹, la actividad mundial para el cierre del segundo semestre de 2014, se proyecta en 3.5%, 0.3 menos que su proyección de octubre de 2014, debido, entre otras razones, a una *“retracción de la actividad en algunos grandes exportadores de petróleo debido al descenso drástico de los precios del petróleo”*.

Estados Unidos es la única economía importante cuyas proyecciones de crecimiento mejoraron. Así, según las proyecciones del FMI, *“el crecimiento superará 3% en 2015–16, con una demanda interna apuntalada por el abaratamiento del petróleo, la moderación del ajuste fiscal y el respaldo continuo de una orientación acomodaticia de la política monetaria, a pesar del aumento gradual proyectado de las tasas de interés. Con todo, la reciente apreciación del dólar reduciría la exportación neta.”*

Respecto de la Zona del Euro, el FMI proyecta que el crecimiento aumentará a 1.2% en 2015 y a 1,4% en 2016, *“se prevé que la actividad estará respaldada por el descenso de los precios del petróleo, una política monetaria más distendida (algo que los mercados financieros ya anticipan en general y que las tasas de interés reflejan), una orientación más neutral de la política fiscal y la reciente depreciación del euro. Pero estos factores quedarán compensados por el debilitamiento de las perspectivas de inversión”*.

En Japón la entidad internacional prevé que *“las políticas de respuesta — expansión monetaria cuantitativa y cualitativa adicional y postergación del segundo aumento*

¹⁸ Actualización de Perspectivas de la Economía Mundial, Enero de 2015. Fondo Monetario Internacional, extracto citado en el informe, basado en el blog “Siete preguntas acerca de la caída reciente del precio del petróleo” de Rabah Arezki y Olivier Blanchard (2014), publicado el 22 de diciembre de 2014 en <http://blog-imfdirect.imf.org>.

¹⁹ Actualización de Perspectivas de la Economía Mundial, Enero de 2015. Fondo Monetario Internacional.

de la tasa del impuesto sobre el consumo— propiciarán un repunte paulatino de la actividad y que, sumadas al impulso que brinden los precios del petróleo y la depreciación del yen, propulsarán el crecimiento por encima de la tendencia en 2015–16”.

Finalmente, para los mercados emergentes proyecta que *“el crecimiento se mantendría más o menos estable en 4,3% en 2015 y aumentaría a 4,7% en 2016”*.

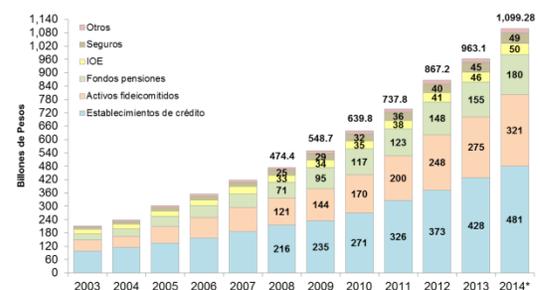
En cuanto a los riesgos, dice el informe, que *“La considerable incertidumbre en torno a la trayectoria que seguirán los precios del petróleo y los factores determinantes de su caída añade una nueva dimensión de riesgo a las perspectivas de crecimiento mundial.”*

Entre otros importantes riesgos, también menciona que *“en los mercados financieros internacionales, los riesgos vinculados a las fluctuaciones del mercado y los estallidos de volatilidad aún son elevados. Entre los posibles factores detonantes cabe mencionar sorpresas en la actividad de las grandes economías o sorpresas en la trayectoria de la normalización de la política monetaria estadounidense en el contexto de una expansión mundial que no logra equilibrarse”*.

2. SECTOR FINANCIERO COLOMBIANO²⁰

ACTIVO E INVERSIONES DEL SISTEMA FINANCIERO

Con corte a diciembre de 2014, el sistema financiero colombiano alcanzó un nivel de activos totales de \$1.099 billones, incluyendo activos de las entidades vigiladas y los de terceros.



²⁰ Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Diciembre de 2014. Superintendencia Financiera de Colombia.

FUENTE: Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Diciembre de 2014. Superintendencia Financiera de Colombia.

Frente a diciembre del año anterior, el crecimiento de los activos del sistema Financiero, fue de 14% anual; los establecimientos de crédito tuvieron la mayor participación con 43%, seguido por el sector fiduciario con 29%, y los fondos pensiones con 16%, entre otros.

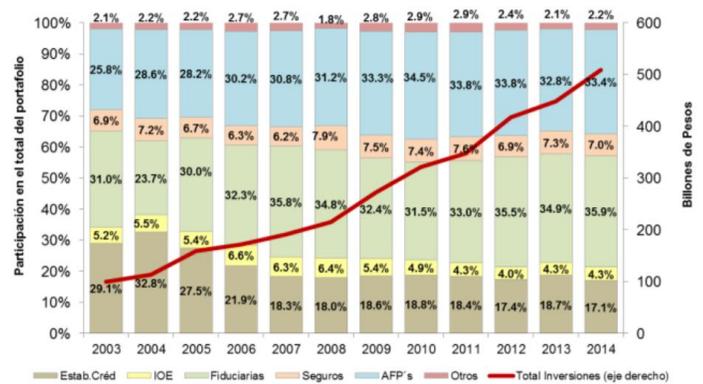
Del total de activos, \$480.8 billones correspondieron a los establecimientos de crédito, \$321.1 billones a las Sociedades Fiduciarias, \$179.8b a los Fondos de Pensiones y Cesantías y \$117.4b a las demás entidades vigiladas.

Dentro de los componentes del activo, el portafolio de inversiones²¹ registró un saldo de \$509 billones, con un crecimiento anual del 9.2%. El monto alcanzado por este rubro representa el 46% del activo total y respecto del PIB colombiano equivale a 70.54%, indicador que se incrementó en 7.17 puntos porcentuales respecto de diciembre de 2013.

De acuerdo con el informe publicado por la Superintendencia Financiera de Colombia (en adelante SFC), dentro de los \$509 billones correspondientes al rubro de inversiones, el primer lugar de participación lo ocuparon las realizadas por el Sector Fiduciario con el 35.9%, alcanzando un saldo de \$182 billones, incluyendo las inversiones propias y de los negocios que administra.

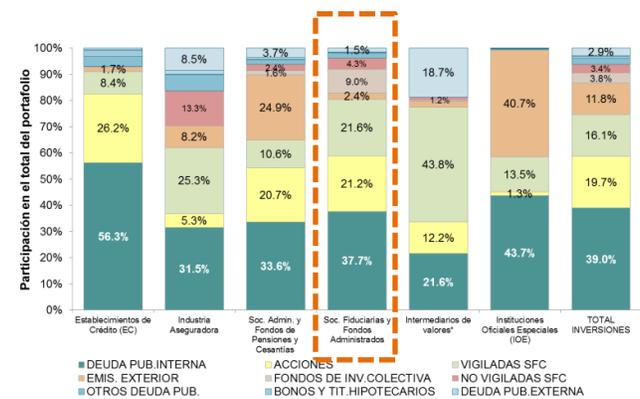
Este nivel indica que el Sector Fiduciario es el inversionista institucional más representativo del sistema financiero colombiano, con un incremento de 1 punto porcentual en su participación sobre el total de inversiones durante el año 2014.

En segundo lugar se encuentran las inversiones de los Fondos de Pensiones y Cesantías, con el 33.4% de participación y, en tercer lugar, las inversiones de los establecimientos de crédito con el 17.1%, como se muestra en la siguiente gráfica.



FUENTE: Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Diciembre de 2014. Superintendencia Financiera de Colombia.

En cuanto a la composición del portafolio total a diciembre de 2014, la mayor parte de éste se encontraba invertido en deuda pública interna con 39%, seguido por acciones con el 19.7% y deuda corporativa emitida por entidades vigiladas por la SFC con el 16,1%.



FUENTE: Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Diciembre de 2014. Superintendencia Financiera de Colombia

Por su parte, el portafolio del Sector Fiduciario (\$182 billones), presentó una composición de 37,7% en deuda pública interna, 21,2% en acciones, 21,6% en títulos de deuda emitidos por entidades vigiladas por la SFC, 9% en Fondos de Inversión Colectiva, entre otras inversiones como emisores del exterior y papeles de entidades no vigiladas por la SFC.

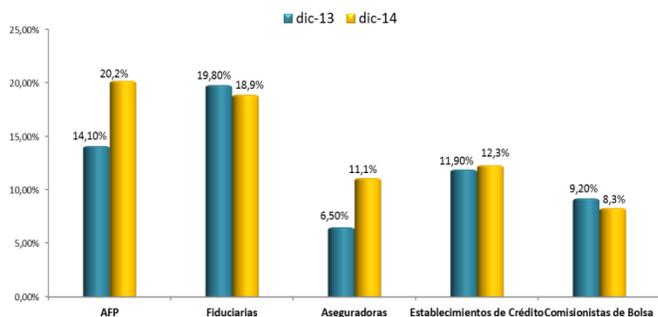
ROE SISTEMA FINANCIERO

Respecto de la Rentabilidad sobre el Patrimonio (ROE) de las entidades vigiladas, se observó un 11,9% al corte de

²¹ Incluye las inversiones de las sociedades y de los fondos administrados.

diciembre de 2014, esto es, 1,1 puntos porcentuales superior al ROE de 2013 (10.8%). Por su parte, el ROA (Retorno sobre el Activo) se ubicó en 1,9%, frente a 1,8% registrado en 2013.

El Sector Fiduciario presentó un ROE de 18,9%, 90 puntos básicos inferior al nivel registrado en diciembre de 2014, ocupando el segundo lugar después de las AFP cuyo indicador de rentabilidad fue de 20,2%.



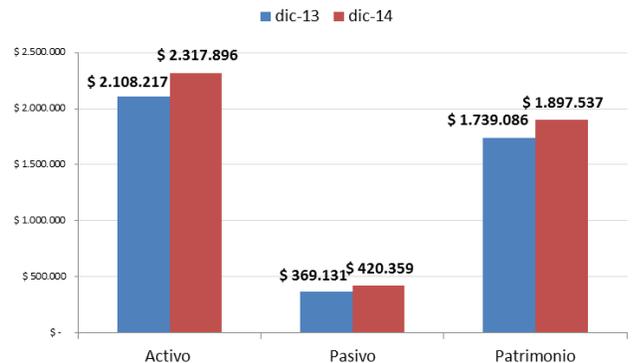
FUENTE: Informe de Actualidad del Sistema Financiero. Diciembre de 2014. Superintendencia Financiera de Colombia

3. SECTOR FIDUCIARIO

a. BALANCE DE LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS

Los activos de las Sociedades Fiduciarias se ubicaron en \$2,3 billones al corte de diciembre de 2014, con crecimiento del 9,9% anual, mientras los pasivos sumaron \$420.359 millones con incremento del 13,9% anual, de los cuales \$160 mil millones corresponden a cuentas por pagar y \$103 mil millones a otros pasivos.

Por su parte, su patrimonio ascendió a \$1,8 billones al cierre del 2014, registrando un crecimiento de 9.1% respecto de diciembre de 2013.



FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias

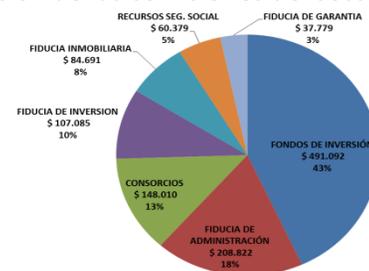
b. ESTADO DE RESULTADOS DE LAS SOCIEDADES FIDUCIARIAS

Los ingresos totales del Sector Fiduciario a diciembre de 2014 se ubicaron en \$1,38 billones, lo que representó un incremento del 7,7% anual.

El rubro de mayor participación dentro del ingreso, fue el de comisiones y honorarios con el 71%, cifra que alcanzó \$994.728 millones con incremento del 4,4%. En segundo lugar, el ingreso por consorcios y uniones temporales, el cual ascendió a \$148.009 millones con un crecimiento del 9,4% anual. Estos rubros de ingreso operacional representan el 82% del ingreso total percibido por el Sector.

Las comisiones del sector están compuestas en un 43% por FICs; 18% por fiducia de administración; 10% por fiducia de inversión; fiducia inmobiliaria con 8%; recursos de la seguridad social 5% y finalmente, las fiducia en garantía participa con el 3%.

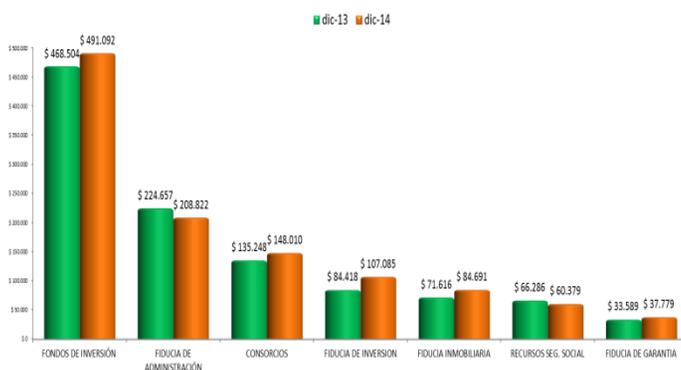
Composición de las comisiones del sector fiduciario



FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias

Por línea de negocio, se observó un crecimiento de 4.8% en la comisión por FICs; -7,5% en Fiducia de administración; +9,44% en consorcios y uniones temporales; +26,8% en fiducia de inversión, +18,2% en fiducia inmobiliaria; -8,9% en recursos de la seguridad social y + 12,47% en fiducia en garantía, como se observan la siguiente gráfica.

Comportamiento anual de la comisión por línea de negocio



FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarías

A diciembre de 2014 los gastos de las Sociedades fueron de \$1,03 billones, cifra que representó un crecimiento del 8,8% anual frente al cierre de 2013.

Dentro de este rubro, se destacan los gastos de personal, diversos y consorcios que participan con el 36% del total. En segundo lugar se encuentra el impuesto de renta y complementarios, cuyo monto ascendió a \$178.729 millones, es decir el 17% del total de los gastos del sector, y registró un crecimiento del 12,9% anual. La estructura de gastos como proporción del ingreso total, aumentó 100 puntos básicos al pasar de 73,2% a 74,2%

El crecimiento anual de los ingresos totales (7,7%) y el aumento de gastos (9,2%), generó un resultado del ejercicio de \$357.909 millones durante el 2014, cifra que se incrementó 3,6% respecto de la observada en 2013.

Se resalta el aumento en el ingreso por valoración de inversiones (45% anual), cifra que en términos absolutos contribuyó en \$31.485 al ingreso total y cuya participación sobre el mismo, pasó de 5,5% a 7,3%.

Tabla: Estado de Resultados de las Sociedades Fiduciarias

Cifras en Millones de pesos	dic-13	dic-14	% Variación anual	% sobre Ingreso 2013	% sobre Ingreso 2014
Ingresos Comisiones y Honorarios	\$ 952.825	\$ 994.728	4,4%	73,9%	71,7%
Ingresos por valoración, venta de inversiones y derivados	\$ 70.294	\$ 101.779	44,8%	5,5%	7,3%
Dividendos y participaciones	\$ 69.688	\$ 66.240	-4,9%	5,4%	4,8%
Otros Ing. Operacionales	\$ 10.600	\$ 11.552	9,0%	0,8%	0,8%
Ingresos Operacionales Consorcios y Uniones Temporales	\$ 135.248	\$ 148.009	9,4%	10,5%	10,7%
Total Ingresos Operacionales	\$ 1.238.672	\$ 1.323.079	6,8%	96,1%	95,3%
Ing. No operacionales	\$ 50.426	\$ 65.189	29,3%	3,9%	4,7%
TOTAL INGRESOS	\$ 1.289.098	\$ 1.388.268	7,7%	100,0%	100,0%
Comisiones	\$ 79.634	\$ 67.469	-15,3%	6,2%	4,9%
Gastos de personal	\$ 267.358	\$ 287.245	7,4%	20,7%	20,7%
Honorarios	\$ 55.167	\$ 53.488	-3,0%	4,3%	3,9%
Impuestos (Registro, ICA, Predial, Vehículos, Timbre, GMF)	\$ 37.215	\$ 40.052	7,6%	2,9%	2,9%
Contribuciones y afiliaciones	\$ 5.985	\$ 6.459	7,9%	0,5%	0,5%
Mantenimiento y reparaciones	\$ 10.605	\$ 10.846	2,3%	0,8%	0,8%
Provisiones	\$ 21.071	\$ 20.571	-2,4%	1,6%	1,5%
Amortizaciones	\$ 19.506	\$ 21.161	8,5%	1,5%	1,5%
Diversos	\$ 113.497	\$ 119.546	5,3%	8,8%	8,6%
Gastos Operac. Consorcios y Uniones temporales	\$ 87.688	\$ 94.003	7,2%	6,8%	6,8%
Gastos por valoración, venta de inversiones y derivados	\$ 25.857	\$ 22.258	-13,9%	2,0%	1,6%
Otros Gastos Operacionales	\$ 41.340	\$ 46.551	12,6%	3,2%	3,4%
Total Gastos Operacionales	\$ 764.923	\$ 789.650	3,2%	59,3%	56,9%
Gastos NO operacionales	\$ 20.498	\$ 61.980	202,4%	1,6%	4,5%
Impuesto de Renta y Complementarios	\$ 158.293	\$ 178.729	12,9%	12,3%	12,9%
TOTAL GASTOS	\$ 943.714	\$ 1.030.359	9,2%	73,2%	74,2%
GANANCIAS (EXCEDENTES) Y PERDIDAS	\$ 345.383	\$ 357.909	3,6%	26,8%	25,8%

FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarías

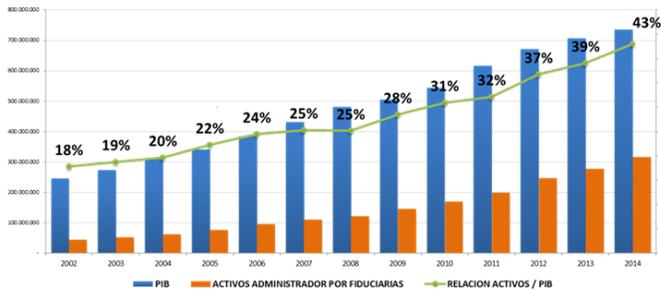
Respecto de los indicadores gerenciales del Sector Fiduciario, se observó que el indicador comisión/activos administrados, ha pasado de 0,49% a 0,37% entre diciembre de 2011 y 2014. Así mismo, la utilidad como proporción de los activos fideicomitidos, ha variado de 0,18% a 0,12% en los últimos 3 periodos, mientras que el margen operacional pasó de 46,14% a 40,32% en los tres últimos años; el gasto operativo como porcentaje del ingreso operacional, ha pasado de 53,8% a 59,68% desde el año 2012 y, durante los 3 últimos años, el ROE se ha disminuido en 5 puntos porcentuales al pasar de 24,08% a 18,91%.

c. ACTIVOS ADMINISTRADOS POR LÍNEA DE NEGOCIO

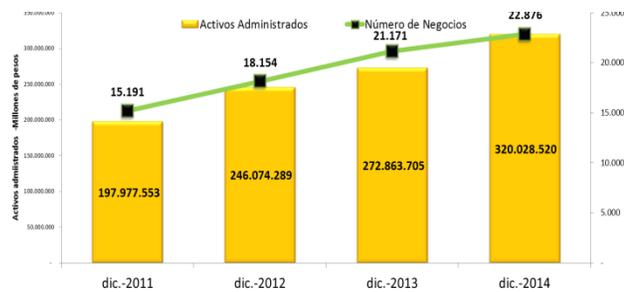
Durante el año 2014, el volumen de activos administrados por cuenta de terceros creció el 17% anual, situándose en \$318 billones de pesos, cifra que equivale al 43% del Producto Interno Bruto colombiano (PIB²²). Esta cifra representa el 28% del total de activos del Sistema Financiero (\$1.099 billones al cierre de diciembre de 2014, incluyendo activos de las entidades vigiladas y de terceros).

²² PIB a precios corrientes: se tomó una proyección del PIB para el año 2014 con base en un crecimiento estimado de 4%.

Evolución de activos administrados respecto del PIB



FUENTE Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias.



FUENTE Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias.

d. TIPOS DE FIDEICOMISOS

• Fiducia de Administración

Representa el primer tipo de negocio en términos de participación dentro del total de recursos administrados por el Sector Fiduciario, con el 28%, alcanzando al cierre del año 2014, un monto de \$88.6 billones, en 12.377 fideicomisos.

Frente al año anterior, el crecimiento los activos de esta línea de negocio fue del 14.5%, lo que representa recursos adicionales por valor de \$11.1 billones. Por su parte el número de negocios creció 9.37%, es decir, 1.060 fideicomisos nuevos.

• Fideicomisos de Seguridad Social

El sector fiduciario realiza una importante gestión en la administración de portafolios relacionados con la seguridad social; en este sentido se ha contribuido de manera significativa apoyando el manejo profesional de los recursos pensionales y de la salud.

Los activos gestionados en esta tipología sumaron \$69.1 billones, en un total de 118 negocios, que corresponden al 21.6% del total de recursos gestionados por las Sociedades Fiduciarias.

En relación con el año anterior, se presentó un decrecimiento de 5.6% en los activos y 4.1% en el número de negocios y, la participación sobre el total de activos, se redujo en 6 puntos porcentuales.

• Fiducia de Inversión

Este tipo de negocio, que según la clasificación de la Superintendencia Financiera, incluye tanto fideicomisos de inversión con destinación específica, como administración de inversiones de fondos mutuos de inversión, contribuyó con un 18% del total de activos gestionados, al sumar \$57.3 billones, representados en 1.898 negocios.

Frente al año anterior, se gestionaron recursos adicionales por \$21.8 billones que corresponden a un crecimiento del 61.4%. La participación de este negocio sobre el total de activos, aumentó 5 puntos porcentuales, al pasar del 13% al 18% en el último año.

• Fiducia de Garantía

Este negocio reportó crecimiento con una tasa del 19.6% frente al cierre del año anterior, lo que representó la administración de recursos adicionales por valor de \$4.9 billones, en 102 nuevos negocios.

Así, el volumen de recursos en esta tipología de negocio, que alcanzó los \$30 billones, participó con el 9% del total de activos gestionados, representados en 2.287 negocios.

• Fiducia Inmobiliaria

El sector de la construcción cuenta con el instrumento fiduciario como importante aliado para el desarrollo de proyectos con diferentes finalidades. En este tipo de negocio se encuentran tres subtipos definidos por la

normatividad como: Fiducia de Administración y Pagos, de Tesorería y Preventas.

Es así como al cierre de 2014, a través de este vehículo se administraron recursos que ascendieron a \$32 billones, en un total de 6.065 fideicomisos, activos que representan el 10% del total administrado por el sector y, respecto del número de negocios, representa el 26.5% del total.

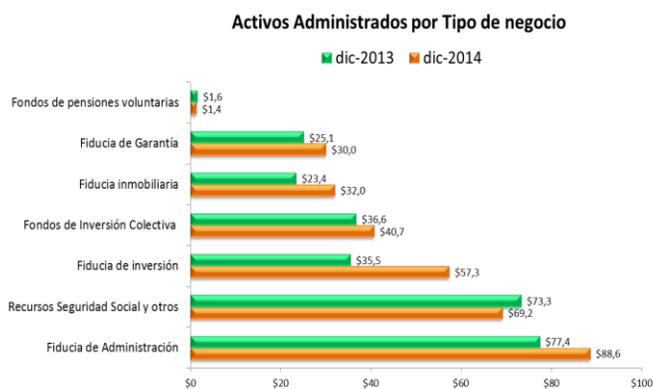
En esta tipología se gestionaron recursos adicionales por valor de \$8.5 billones, lo que corresponde a un crecimiento del 36.4%, en 656 negocios adicionales, frente al año anterior.

- **Fondos de Pensión Voluntaria**

Se gestionaron activos por valor de \$1.3 billones que corresponden al 0,42 % del total de activos gestionados por el sector. Frente al año anterior presentó una variación de -12%.

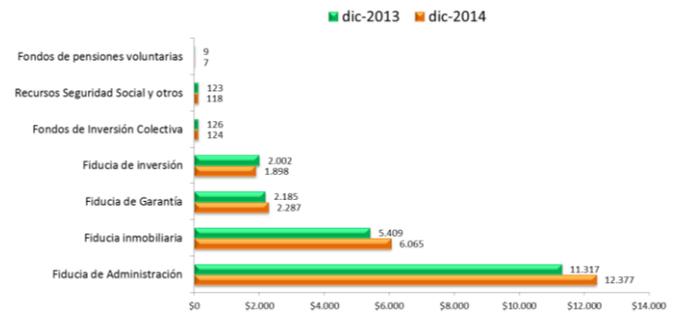
La industria de fondos de pensiones voluntarias, donde además de las Sociedades Fiduciarias participan como administradoras, las Aseguradoras y las AFP, alcanzó un monto total de recursos de \$14.1 billones, y la participación del sector fiduciario fue del 9%.

Frente al número de afiliados a los fondos de pensiones voluntarias, el Sector Fiduciario cuenta con 170.018 personas, cifra que representa el 23% del total de afiliados a este vehículo en Colombia.



FUENTE Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias.

Número de negocios por tipología



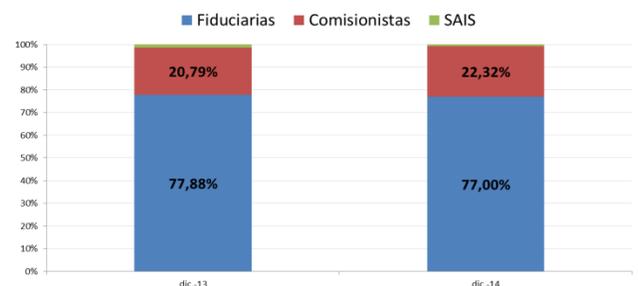
FUENTE Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias.

- **Fondos de Inversión Colectiva - FICs**

Al cierre de 2014, la industria de Fondos de Inversión Colectiva (en adelante FICs) en Colombia registra activos por \$54 billones, de los cuales el 77% son administrados por Sociedades Fiduciarias; por Comisionistas de Bolsa el 22%, y por Sociedades Administradoras de Inversión el 1%. La profundidad del mercado, medida como la relación entre los activos administrados y el Producto Interno Bruto colombiano, se ubica en 7,37%²³, indicador que se incrementó 70 puntos básicos teniendo en cuenta el 6,67% observado en diciembre de 2013.

Respecto del número de FICs a diciembre de 2014, los tres tipos de entidades gestionaban 245 Fondos de Inversión Colectiva, de los cuales, 127 los administran las Sociedades Fiduciarias (53%), 110 los Comisionistas de Bolsa (44%) y 8 las SAIS (3%).

Participación de mercado por tipo de administrador de FICs

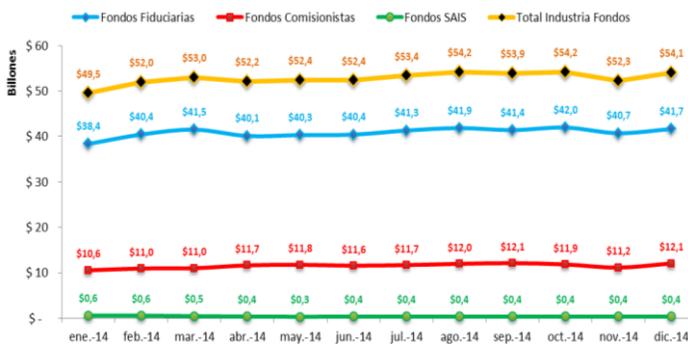


FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias

²³ Indicador correspondiente a los activos administrados por Sociedades Fiduciarias, Comisionistas de Bolsa y SAIS.

En cuanto al comportamiento de los activos administrados, la industria total presentó una variación de +15% (\$7 billones) en el último año. Por tipo de administrador, los FICs de Fiduciarias incrementaron sus activos en 12% (\$4,6 billones), 23% los FICs de Comisionistas de Bolsa (\$2,2 billones) y -41% los administrados por SAIs (-\$0,2 billones).

Comportamiento de los recursos administrados en Fondos de Inversión Colectiva por Fiduciarias, Comisionistas y SAIS



FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias

Respecto del número de inversionistas, a diciembre de 2014, los FICs administrados por las Sociedades Fiduciarias llegan a 1.181.742 con un crecimiento de 12% en lo corrido del año. Esta cifra representa el 89% del total de inversionistas de la industria, de los cuales, un 90% corresponde a personas naturales que hacen uso de este instrumento como alternativa de ahorro e inversión.

Comportamiento valor de fondo y número de Inversionistas de FICs administrados por el Sector Fiduciario durante el 2014

Período de tiempo	Variación del valor de fondos	Variación No. suscriptores
1 ene 14 / 31 Dic 14	+12%	+12%

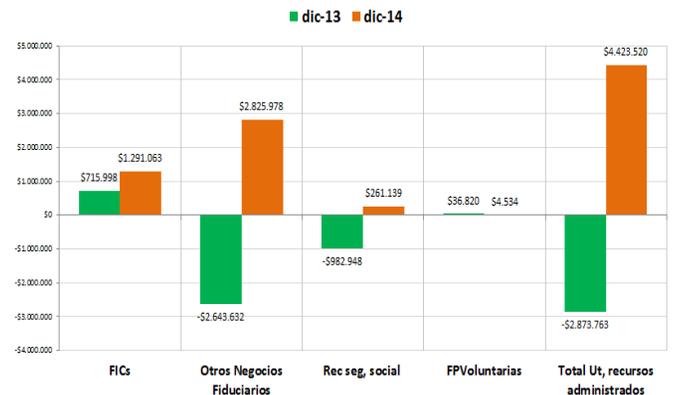


FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias

Utilidades de los negocios administrados por el Sector Fiduciario

A diciembre de 2014, los negocios administrados por las Fiduciarias registraron utilidades para sus clientes públicos y privados de \$4,4 billones, con un crecimiento de 254% frente a lo registrado por este concepto a diciembre de 2013. Este nivel de rendimientos abonados equivale a 12,3 veces las utilidades generadas por las Sociedades Fiduciarias a la misma fecha.

Por tipo de negocio, las utilidades se distribuyen así: \$2,8 billones por los negocios fiduciarios (inversión, administración, inmobiliarios y de garantía) y \$261.139 millones en portafolios de la seguridad social y \$1,29 billones por rendimientos abonados por los Fondos de Inversión Colectiva (FICs) a sus adherentes. Este último rubro, se incrementó 80% frente al valor registrado en diciembre del año anterior, lo que equivale a 3,6 veces la utilidad registrada por las Sociedades Fiduciarias.



FUENTE: Superintendencia Financiera de Colombia, Elaboración Asofiduciarias