



INFORME DE GESTIÓN

*2017*



2017 AVANZANDO EN MEDIO DE CONTRADICCIONES. 03

ACCIONES & VALORES. 28

MERCADO MASIVO. 28

MERCADO BURSÁTIL. 31

GESTIÓN DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS. 35

CALIFICACIÓN NACIONAL DE ADMINISTRADORES DE ACTIVOS DE INVERSIÓN. 63

**CONTENIDO**

# **Desarrollo del Informe**

# ***2 0 1 7***

*En el desarrollo de este informe, se identificaron los aspectos más relevantes de nuestra gestión durante 2017, dando cuenta de los logros adquiridos y objetivos por cumplir iniciando por un análisis del entorno económico a nivel global y local.*

INFORME DE GESTIÓN 2017

ACCIONES & VALORES S.A.

# **2017 AVANZANDO EN MEDIO DE CONTRADICCIONES**

La economía mundial siguió mejorando en 2017 hasta alcanzar el mayor crecimiento desde la crisis en los EE.UU. gracias a condiciones financieras favorables (bajas tasas de interés y alta liquidez global) en medio de una política monetaria expansiva proveniente de las economías avanzadas. Las economías emergentes continuaron en recuperación logrando un buen desempeño en 2017; China no se deprimió y por el contrario se estabilizó mientras avanza con un cambio de modelo económico, permitiendo entre otros el repunte de los precios de las materias primas.

Las economías avanzadas continúan recuperándose a un mayor ritmo del esperado, especialmente porque los efectos del “Brexit” del Reino Unido han sido menos traumáticos de los esperados. La economía de los EEUU avanza sorpresivamente a buen ritmo con más de tres trimestres consecutivos con crecimientos superiores al 3%, luego de la inesperada elección del presidente Trump. A pesar de las bajas apuestas y posibilidades la tan esperada reforma tributaria fue aprobada antes del cierre del año y el optimismo de los mercados financieros se mantuvo permitiendo máximos históricos en los índices bursátiles, lo cual jalono un buen desempeño de ese mercado a nivel mundial.

La magnitud e impacto de las políticas pro-crecimiento del presidente Trump sin materializarse desataron euforias impensadas permitiendo el avance de los índices de confianza tanto de los consumidores como de los empresarios que inicialmente llevaban a la baja la posibilidad de que el gobierno trump se mantuviera liderando el gobierno. El FMI ha estimado que la economía mundial se habría acelerado a ritmos de 3.2% en 2016 hasta un 3.6% en 2017 y que seguirá aumentando a un paso consolidado de 3.7% en 2018.

Al tiempo que las estimaciones del FMI se anunciaban, el optimismo se ha esparcido al cierre del año permitiendo que otros organismos internacionales y bancos de inversión mejoren sus expectativas en materia de negocios y economía, impulso que provendrá principalmente del fortalecimiento de las economías emergentes, mientras que se espera que el desempeño de las avanzadas continúe a un ritmo ligeramente superior al de 2017. Se espera que desde los inicios del 2018 siga pesando la continua incertidumbre sobre el curso de la política económica en EEUU en un año de elecciones del congreso en medio de una sorpresiva recuperación en Europa y una muy deslucida en Japón.

En EEUU se sigue esperando que la Fed incremente 3 veces su tasa de interés objetivo en 2018, las mismas subidas que estiman los miembros del Comité de Política Monetaria. A pesar de los bajos niveles de inflación observados en la primera parte del año, el incremento sorpresivo del petróleo arriba de los Us$55 al cierre del año ha permitido una recuperación vigorosa de la inflación que hace ser optimistas de que el proceso de normalización de la política monetaria pueda llevarse a cabo en 2018, la que vendrá acompañada de una reducción gradual de la hoja de balance del FED que acumula un monto cercano a los Us$4.5 T.

En Europa las preocupaciones asociadas al enfriamiento causado por el “Brexit” disminuyeron durante el 2S2017 y el Banco Central Europeo (BCE) garantizo las inyecciones de liquidez a lo largo de 2018, por lo que las perspectivas de crecimiento económico continúan mejorando en la medida que la recuperación en los precios de los energéticos beneficia una recuperación de la inflación. El escenario de la Eurozona estuvo marcado por riesgos financieros y políticos tanto en Italia como en España y el Reino Unido, acaparando la atención de los inversionistas durante todo el 2017. El BCE extendió su programa de compra mensual de activos hasta septiembre de 2018. De esta forma, se espera que el BCE inyecte unos € 300mm en 2018 y que mantenga su tasa de interés de referencia en su mínimo histórico al menos hasta 2019.

En Japón, también se espera que el Banco Central (BoJ) continúe la irrigación de liquidez al mismo ritmo de compra mensual de activos en 2018, para reanimar la pobre dinámica de su economía y de una inflación llamativamente baja. Al cierre de 2017 el BoJ bajó recientemente sus pronósticos de inflación para 2018 por lo que no se espera que alcance la meta hasta 2019, en el mejor de los casos. En los mercados internacionales se descuenta desde ya que las inyecciones de liquidez del BoJ ascenderán a Us$840 mm en 2018, sin cambios frente a lo irrigado en 2017.

En la medida que se anticipa que las inyecciones de liquidez por parte de los grandes bancos centrales (BCE; BoJ) siga siendo elevado en 2018 (Us$0.9b incluyendo la disminución de la tenencia de activos de la Fed iniciada en octubre, cifra cercana al promedio anual de Us$1.2b irrigado desde 2009), se espera que las condiciones de liquidez a nivel global sigan siendo favorables durante gran parte del año pero que dicha holgura comience a ceder en el 4T2018.

En medio de este panorama global, esperamos que el peso colombiano en 2018 se vea beneficiado de la amplia liquidez global y el fortalecimiento gradual de la economía mundial y local. Se espera también que los precios del petróleo no se alejen sustancialmente del promedio observado en 2017 (US$58) y que la inversión extranjera hacia Colombia se mantenga en una cifra cercana a los Us$13mm herramientas que le permitirán al país seguir disminuyendo el déficit en cuenta corriente.

La rebaja en la calificación que se diera al país en el mes de noviembre de 2017 podría generar nuevas reducciones de otras calificadoras en 2018 en la medida que la economía colombiana sigue siendo altamente vulnerable a choques externos, los cuales podrían repercutir en su calificación crediticia y, a su vez, generar una mayor volatilidad en el mercado cambiario en 2018. Además, anticipamos que la incertidumbre política asociada a las elecciones legislativas y presidenciales también podría generar algunas presiones alcistas sobre el dólar en Colombia en el primer semestre del año. Nuestro escenario base asume que la nueva administración no alterará significativamente el marco de política macroeconómica de las dos últimas décadas, así que anticipamos una corrección a la baja del dólar en el segundo semestre.

Esperamos que la tasa de cambio se sitúe en un promedio de 2950 pesos por dólar en 2018 y que cierre el año en 2900 pesos (fluctuando en un rango de 2800 a 3150 pesos, principalmente en el 1S2018).

A nivel local esperamos una mejora en el crecimiento del PIB a 2.4% en 2018, como consecuencia de una lenta recuperación de la inversión fija, una mejora en el ritmo de consumo de los hogares y las exportaciones, mientras que el gasto público se desacelerará para cumplir con el ajuste fiscal que exige la ley. Esta recuperación en el ritmo del crecimiento se deberá en gran medida a la recuperación del gasto de los hogares como consecuencia de una menor inflación, menores tasas de interés para los créditos de consumo y una mayor confianza de los hogares, aunque el aumento en los niveles de morosidad de los hogares y el deterioro del mercado laboral impedirán un mejor desempeño; esperamos una continua recuperación de la inversión fija, impulsada por menores tasas de interés para los créditos comerciales, una menor carga tributaria para las empresas y una mayor estabilidad de la tasa de cambio y de los precios de las materias primas; también esperamos un aporte positivo de la inversión de capital de las empresas petroleras al crecimiento del PIB; en 2018 veremos un mayor aporte de las inversiones de capital de los proyectos de infraestructura vial de Cuarta Generación (4G), aunque a un ritmo moderado. La recuperación de la construcción de edificaciones vendrá impulsada por el ajuste favorable entre la oferta y la demanda que se presentó en 2017 y por unas menores tasas de interés hipotecarias; la política monetaria inicia el 2018 en terreno expansivo a diferencia de 2017 donde se mantuvo en terreno restrictivo la mayor parte del año. Creemos que la demanda de los principales socios comerciales del país se verá mejorada especialmente de parte de los EE.UU., Brasil, Perú y Chile entre otros.

Creemos que la inflación continuará convergiendo a la meta del Banrep durante el año, pero con especial fuerza en el primer trimestre, donde se diluirán los efectos de la reforma tributaria de 2016. Los mecanismos de indexación también jugarán a favor en 2018 con una meta puntual de 3.20%. Finalmente, aunque esperamos un repunte en el crecimiento del PIB, la brecha del producto seguirá siendo negativa y la demanda interna se mantendrá débil, lo cual contribuirá a un mayor descenso de la inflación en 2018. En este escenario de menor inflación, lenta recuperación económica y de presiones moderadas sobre la tasa de cambio, creemos que el BanRep podrá realizar recortes de su tasa de intervención en el primer trimestre y se confirme la contención del déficit de la cuenta corriente hasta el 4% en el primer semestre y que se mantenga estable en ese nivel hasta el cierre de 2018.

En el frente fiscal, creemos que la reforma tributaria de 2016 contribuyó a mejorar las perspectivas fiscales de Colombia, pues restableció la credibilidad del Gobierno para cumplir con las metas de déficit fiscal en 2017 y 2018. Estamos convencidos que el Gobierno honrará su acostumbrada promesa de cumplir con la meta de déficit fiscal de 3.1% del PIB en 2018, aunque podrían requerirse algunos recortes de gasto adicionales a los ya incorporados en el presupuesto.

### ¿Qué pasó en Colombia en 2017?

La desaceleración de la economía colombiana toco piso en el 1S2017 y posteriormente comenzó una aceleración moderada que esperamos continúe en 2018. En su primera etapa, el choque de términos de intercambio, asociado al fuerte descenso de los precios del petróleo, redujo significativamente el crecimiento de la inversión en 2014 y 2015; posteriormente afectó el desempeño del gasto público por una mayor caída de la renta petrolera en 2015 y 2016; y finalmente debilitó el consumo de los hogares a lo largo de 2016, a través de un aumento de la inflación, las tasas de interés y el desempleo.

El enfriamiento del gasto de los hogares, el componente de mayor peso en el PIB, se acentuó en 1T17 debido al incremento de una sola vez de los impuestos indirectos que ordenó la reforma tributaria de 2016. Desde entonces, el crecimiento de la economía ha mejorado lentamente, lo que sugiere que la desaceleración habría llegado a su fin a comienzos de año y que su desempeño en 2018 sería mejor que en 2017. El PIB creció 1.2% a/a1 en el primer semestre de 2017 (1S17), por debajo del 1.4% que se registró en 2S16. El consumo de los hogares se debilitó en el 1S17, al crecer 1.5% frente a 1.7% en 2S16, principalmente afectado por el incremento de la tarifa general del IVA de 16% a 19%, la ampliación de la base de tributación del Impuesto al Consumo y el nuevo impuesto verde sobre los combustibles en los primeros dos meses del año. Pese a lo anterior, el impacto de estos cambios se sintió principalmente en 1T17 y se fue disipado gradualmente con el transcurrir del año. A diferencia, el gasto público y la inversión fija registraron mejores comportamientos en lo corrido de 2017. El gasto público pasó de crecer 0.3% en 2S16 a 3.4% en 1S17 y su crecimiento fue mejorando en parte impulsado por el aumento del recaudo impositivo que resultó de la reforma tributaria para financiar un mayor ritmo de gasto. A este comportamiento también contribuyó el mejor ritmo de ejecución de las administraciones regionales y locales en sus segundos años de gobierno.

La inversión fija pasó de contraerse 3.2% en 2S16 a crecer 0.2% en 1S17 explicado principalmente por una moderación en el ritmo de caída de la inversión en maquinaria y equipo (-0.5% en 1S17 vs -16.4% en 2S16) y por un fuerte repunte en el crecimiento de la inversión en equipo de transporte (3.4% en 1S17 vs -9.6% en 2S16), gracias a la relativa estabilidad de la tasa de cambio a lo largo del año. Lo anterior permitió que se siguieran diluyendo los efectos negativos de la devaluación pasada sobre la importación de bienes de capital e intermedios. A este repunte también contribuyo una estabilización de las inversiones de capital de las empresas petroleras y mineras, aunque en menor medida a los observados antes del choque de los precios de las materias primas, apoyada por el repunte de estos últimos desde los mínimos que se observaron en 2016.

El crecimiento de la inversión en construcción de obras civiles se aceleró moderadamente (5.3% en 1S17 vs 4.9% en 2S16), pero continuó siendo el principal motor de la inversión fija. No obstante, el buen comportamiento de este subsector se debió a un significativo repunte de la construcción de oleoductos y obras para la minería, que creció 5.2% en 1S17, frente a las contracciones de 11.8% en 2S16 y 25.7% en 1S16, y también favorecido por los mejores precios internacionales del petróleo y otras materias primas.

A diferencia, la construcción de carreteras se debilitó, al pasar de crecer 9.3% en 2S16 a 5.3% en 1S17, en parte afectada por una serie de problemas de índole administrativa, política e institucional que se presentaron en 2017, además de los problemas de corrupción en el sector que se conocieron a finales del año pasado. Finalmente, la inversión en construcción de edificaciones fue el único gran componente de la inversión fija que se deterioró e incluso registró una fuerte contracción de 7.7% en 1S17, luego de haber crecido 5.4% en 2S16. Esto se debió principalmente al debilitamiento de la economía y la demanda interna en los años previos y al importante aumento de las tasas de interés hipotecarias hasta mediados de año. En consecuencia, la demanda interna presento una importante recuperación en 2017 y registró un crecimiento de 1.7% en 1S17, que contrasta con la contracción de 0.3% en 2S16, la peor cifra desde mediados de 2009.

La demanda interna mejoro durante tres trimestres consecutivos pasando de caer 1.1% en 3T16, a crecer 0.5% en 4T16, 1.5% en 1T17 y 1.9% en 2T17. La recuperación de la demanda interna, y especialmente la de la inversión fija, se reflejaron en la caída de la contribución de las exportaciones netas al crecimiento del PIB, principalmente porque las importaciones, en particular las de bienes de capital e intermedios, repuntaron más rápido que las exportaciones en los últimos trimestres. Mientras que las exportaciones reales en el PIB continuaban contrayéndose en 2017, pasando de caer 3.2% en 2S16 a una caída similar en 1S17, las importaciones reales en el PIB cambiaron de tendencia y pasaron de caer 7.6% en 2S16 a crecer 1.6% en 1S17.

Es importante resaltar que la variación anual de las exportaciones reales en el PIB mejoró en 2017, al pasar de -4.7% en 1T17 a -1.7% en 2T17. Los datos del PIB sugieren que la desaceleración de la economía habría tocado fondo en 1T17. En particular, es importante tener en cuenta que las tasas de crecimiento anual del PIB en los dos primeros trimestres del año sufren de una importante distorsión por el hecho que la Semana Santa se celebró en abril, mientras que en 2016 se celebró en marzo. Dado que las cifras del PIB no corrigen por este efecto calendario, su crecimiento reportado en 1T17 está sobreestimado, mientras que el de 2T17 está subestimado.

El PIB creció 1.3% en 1T17 y 1.2% en 2T17, lo cual coincide muy de cerca con la serie original del ISE, que creció 1.2% y 1.1%, respectivamente. En contraste, la serie desestacionalizada del ISE creció 0.6% en 1T17 y 1.7% en 2T17. Este comportamiento evidencia que el ritmo de expansión de la actividad económica en 1T17 había sido más débil de lo que sugerían las cifras del PIB, mientras que en 2T17 había sido más sólido. Esto también evidencia que la tasa de crecimiento económico habría repuntado notablemente en 2T17, además de que la de 3T17 continuó con esta tendencia alcista al registrar un valor de 2%.

Las cifras preliminares del PIB para 3T17 sugerían un mayor crecimiento de la demanda interna. El crecimiento del consumo de los hogares habría mejorado nuevamente, impulsado por un descenso importante de la inflación y un repunte en la confianza de los consumidores. La inversión fija distinta a la construcción habría mejorado nuevamente, apoyada por unas menores tasas de interés para los créditos comerciales, mayores precios de las materias primas y una tasa de cambio más estable. La inversión en construcción de edificaciones residenciales habría moderado su ritmo de caída, la de edificaciones no residenciales se habría deteriorado nuevamente y la de obras civiles habría mantenido un crecimiento favorable, superior al del primer semestre e impulsado por el continuo buen comportamiento del componente de oleoductos y obras para la minería, pero limitado por una nueva caída del componente de carreteras.

El crecimiento del gasto público se habría mantenido elevado debido al fortalecimiento de la capacidad de gasto del Gobierno con la adición presupuestal que se hizo en junio y a que la ejecución presupuestal se habría acelerado antes de que comenzara a regir la Ley de Garantías Electorales al cierre del año. Finalmente, la contribución negativa de las exportaciones netas podría haber aumentado levemente debido a un mayor repunte de las importaciones frente al de las exportaciones. En medio de este panorama nuestra expectativa de crecimiento de la economía para 2017 se situó en 1.6% durante el 1s2017.

### ¿Que esperamos?

Para 2018 esperamos una aceleración del crecimiento del PIB a niveles de 2.4%, principalmente impulsada por una lenta y continua recuperación de la inversión fija, el consumo de los hogares y las exportaciones, mientras que el gasto público se desacelerará para cumplir con el ajuste fiscal que exige la ley. Los principales factores que explican nuestro pronóstico son: una mejora del gasto de los hogares como consecuencia de una menor inflación, menores tasas de interés para los créditos de consumo y una mayor confianza de los hogares, aunque el aumento en los niveles de morosidad de los hogares y el deterioro del mercado laboral impedirán un mejor desempeño; ii) una continua recuperación de la inversión fija, impulsada por menores tasas de interés para los créditos comerciales, una menor carga tributaria para las empresas y una mayor estabilidad de la tasa de cambio y de los precios de las materias primas; un aporte positivo de la inversión de capital de las empresas petroleras al crecimiento del PIB, a diferencia de su contribución negativa en los últimos 3 años; un mayor aporte de las inversiones de capital de los proyectos de infraestructura vial de Cuarta Generación (4G), aunque más moderado de lo que estimábamos previamente; una recuperación moderada de la construcción de edificaciones, impulsada por el ajuste favorable entre la oferta y la demanda que se presentó el año y por las menores tasas de interés hipotecarias, una política monetaria que pasará a ser ligeramente expansiva, mientras que en 2017 se mantuvo en terreno restrictivo la mayor parte del tiempo; un mejor comportamiento de la demanda de los principales socios comerciales del país; unas condiciones de liquidez internacional que seguirán siendo holgadas; un menor crecimiento del gasto público debido al ajuste fiscal que exige la Regla Fiscal; y una mayor incertidumbre asociada a las elecciones legislativas y presidenciales en el primer semestre del año, a la implementación de los acuerdos de paz con las farc.

En cuanto a la inversión fija (formación bruta de capital fijo) los indicadores disponibles a corte del 2S17 indican una recuperación continua, con excepción de la inversión en construcción de edificaciones. Estimamos que la inversión fija registrará un crecimiento de 1.1% en 2017, lo que contrasta con la contracción de 3.6% en 2016. Esperamos que la inversión fija diferente de construcción continúo repuntando en 2017 y durante el 2018, debido a la estabilidad en los niveles de la tasa de cambio a lo largo del año. Esta es una variable clave para la inversión en Colombia ya que depende, en gran parte, de las importaciones de bienes de capital e intermedios. La inversión en maquinaria y equipo, que representa la tercera parte de la inversión fija, habría continuado su recuperación, según lo sugiere la dinámica de las importaciones de bienes de capital para la industria. En el trimestre móvil a agosto, estas importaciones crecieron 5.8% en dólares y 5.4% en pesos constantes, en ambos casos superiores a los crecimientos registrados en 2T17. Estos datos contrastan con las contracciones consecutivas que se presentaron desde 2T15 hasta 1T17, en gran parte ocasionadas por la fuerte depreciación pasada de la tasa de cambio. El único indicador que mostró una leve menor dinámica es el de la importación de bienes de capital para la industria medida en volúmenes, que creció 1.4% en el trimestre móvil a agosto, por debajo del 5.8% que se registró en el trimestre previo. Estas cifras también contrastan con las contracciones consecutivas entre 2T15 y 4T16. La inversión en equipo de transporte (11% de la inversión fija) también continuaría recuperándose, aunque su comportamiento seguirá siendo un poco más volátil que el de la inversión en maquinaria y equipo. En el trimestre móvil a agosto, las importaciones de equipo de transporte crecieron unas tasas saludables de 15% en dólares y 15.5% en términos reales. Aunque estas cifras son inferiores a las observadas en 2T17, también mejoraron significativamente con respecto a las contracciones que se observaron desde mediados de 2015 hasta finales de 2016, de las cuales la más pronunciada se presentó en 1T16. Este comportamiento se vio favorecido por la relativa estabilidad de la tasa de cambio a partir de 2T16, luego de la fuerte devaluación que se observó en los dos años previos.

Esperamos que la tracción de la política monetaria permita una mayor reducción de las tasas de interés para créditos comerciales. La magnitud de caída de estas tasas ha sido muy similar, y en algunos casos superior, a los 300 pbs que ha bajado la tasa de intervención de BanRep en 2017 de manera casi simultánea. En 2018 esperamos cerca de 75 pbs de recortes en la tasa de intervención, así que las tasas para los créditos comerciales no sólo serán inferiores al promedio que se observó 2017 sino también a sus niveles actuales, que son los más bajos del año. Esto también podría favorecer una mejora de la inversión fija en 2018.

Las empresas petroleras en Colombia han recortado fuertemente sus niveles de inversión de capital (exploración, producción, refinación y transporte) en los últimos años, como consecuencia lógica del desplome de los precios del petróleo. De esta manera, la contribución de estas inversiones al crecimiento del PIB sería de 0.2 p.p. en 2018, lo que contrasta con los valores negativos que se observaron en los últimos 3 años. Finalmente, la inversión fija recibirá un impulso adicional en 2018 por cuenta de la reducción de la tarifa del impuesto sobre la renta de las empresas que introdujo la reforma tributaria de finales de 2016. La tarifa total de este impuesto no sufrió modificaciones significativas de 2016 a 2017, pues se mantuvo alrededor de 40%. En 2016 consistía en una tarifa general de 25%, una de 9% por concepto del Impuesto sobre la Renta para la Equidad (CREE) y una sobretasa al CREE de 6%, mientras que en 2017 se modificó a una tarifa general de 34%, más una sobretasa de 6%. En contraste, la tarifa total se reducirá a 37% en 2018, que consiste en una general de 33% y una sobretasa de 4%. Sin embargo, este alivio tributario es relativamente moderado pues ascendería apenas a unos 1.5 billones de pesos (0.2% del PIB). A pesar de que esperamos una recuperación de la inversión fija distinta de construcción, ésta será moderada y estará contenida por unos niveles de confianza empresarial y de expectativas que permanecen bajos y que, incluso, se deterioraron en los últimos meses del año.

Los resultados de las elecciones presidenciales en mayo y junio del próximo año podrían contribuir a mejorar la confianza empresarial, pero posiblemente permanecerá la incertidumbre asociada a la implementación de los acuerdos de paz y a la posibilidad de que se realice otra reforma tributaria en los últimos meses de 2018.

En relación con el consumo de los hogares después de haber sido el componente de la demanda que mostró mayor resistencia durante las etapas tempranas del choque de términos de intercambio que comenzó a mediados de 2014, se esperaba que la desaceleración del consumo de los hogares se iba a intensificar en 2016, iba a llegar a su punto más bajo en 1T17 y luego se iba a recuperar gradualmente a lo largo de 2017. En efecto, el crecimiento del consumo de los hogares se desaceleró de 2.3% en 4T16 a 1.4% en 1T17, el segundo dato trimestral más bajo en 7 años y el menor de 2017, en gran parte afectado por la reforma tributaria de finales de 2016, que también causó un mayor deterioro de la confianza de los consumidores. Recordemos que la reforma incrementó la tarifa general del IVA de 16% a 19%, amplió la base de tributación del Impuesto al Consumo y creó un nuevo impuesto verde sobre los combustibles. Estos cambios, que entraron en vigor entre enero y febrero de 2017, aumentaron la carga tributaria de los hogares en unos 7 billones de pesos en 2017 (0.8% del PIB): 6.5 billones por el incremento de la tarifa del IVA, 0.2 billones por los cambios en el Impuesto al Consumo y 0.3 billones por la porción del impuesto verde que afectó directamente a los hogares. Simultáneamente, la inflación anual continuó bajando con fuerza y su promedio pasó de 7.5% en 2016 a un estimado de 4.3% en 2017. Dado que esta medida bajó más de 3 puntos porcentuales y que el consumo privado fue cercano a 600 billones de pesos en 2017 (aproximadamente dos terceras partes del PIB), un cálculo sencillo muestra que los hogares podían haber experimentado, por este concepto, una liberación de recursos disponibles para gasto (mayor capacidad de compra) cercana a 18 billones con respecto a 2016 (3% de 600 billones). Este monto, aunque es inexacto, es muy superior al aumento estimado de la carga impositiva de los hogares en 2017 que mencionamos previamente, lo que permitía estimar que podía tener un efecto compensatorio significativo.

Además, los salarios nominales aumentaron aproximadamente entre 5.8% y 7% en 2017, debido a que la inflación de cierre de 2016, que es la que sirve como base para los aumentos salariales, se había situado en 5.8% y a que el incremento que se decretó para el salario mínimo fue de 7%. Los aumentos fueron mayores que la inflación anual promedio estimada de 4.3% en 2017, lo que también implicó un aumento en la capacidad de compra de los asalariados. Esto contrastó con lo ocurrido en 2016, cuando los salarios nominales aumentaron cerca de 7% (la inflación causada de 2015 fue 6.8% y el salario mínimo aumentó 7%), mientras que la inflación anual promedio se situó en 7.5%. Lo anterior contribuyó a que el impacto negativo de la reforma tributaria sobre el consumo de los hogares haya sido menos pronunciado y que se fuera disipando a lo largo de 2017.

Estimamos que el consumo privado habría crecido 1.8% en 2017, por debajo del 2.1% registrado en 2016. En primer lugar, las ventas al por menor se han recuperado moderadamente a lo largo del año, después de registrar varios meses de contracciones en el segundo semestre de 2016 y a comienzos de 2017. En particular, la contracción que se registró en 3T16 fue la más pronunciada desde finales de 2009 y se debió en gran parte a una fuerte caída de las ventas de vehículos y otros bienes durables importados que se habían encarecido por la depreciación del peso colombiano en los dos años previos. El breve repunte que se presentó a finales de 2016 seguramente se debió a que algunos hogares decidieron adelantar sus compras para antes de que entrara en vigor la reforma tributaria en enero de 2017. También contribuyó la celebración del Salón Internacional del Automóvil de Bogotá, una feria bienal de ventas de vehículos que tuvo lugar en noviembre de 2016. Sin embargo, luego de la aprobación de la reforma, las ventas minoristas volvieron a contraerse en los primeros meses de 2017, pero se recuperaron con el transcurrir de los meses, aunque a un ritmo lento.

Las cifras de crecimiento de las ventas minoristas totales (sin combustibles) y sin vehículos del trimestre móvil a agosto son las más altas en más de un año, con excepción del breve repunte de finales de 2016. La de ventas de vehículos también es las más alta desde febrero de 2015, con excepción del repunte de finales de 2016 por la celebración del Salón del Automóvil de Bogotá. Lo anterior apunta a un mejor comportamiento de las ventas minoristas en 2017 y a lo largo de 2018, además de que el comportamiento de las ventas de vehículos y otros bienes durables se verá favorecido por la relativa estabilidad de la tasa de cambio en el último año, que esperamos continúe a lo largo de 2018. En consecuencia, vemos un espacio importante para que estas tasas de interés corrijan a la baja a lo largo de 2018, además de que esperamos otros 75 pbs de recortes de la tasa de intervención en el primer semestre del próximo año.

No obstante, creemos que el aumento en los niveles de morosidad de los hogares y el deterioro del mercado laboral serán dos factores de peso que impedirán un mejor desempeño del consumo de los hogares en 2018. En consecuencia, esperamos que el consumo de los hogares crezca 2.5% en 2018, superior al crecimiento de 1.8% esperado en 2017. Sin embargo, es importante notar que este pronóstico es muy inferior a la tasa de crecimiento promedio de 4.7% que se observó entre 2010 y 2014, antes del choque de los precios del petróleo.

### Finanzas Públicas

El gasto público será el único componente de la demanda que se desacelerará e impedirá un mejor desempeño del PIB en 2018. Este comportamiento contrastaría con el observado 2017, en donde este componente ha sido uno de los principales motores del crecimiento económico. El ajuste que exige la Regla Fiscal en 2018 explica la mayor parte de la expectativa, y dado que ese ajuste es aún más exigente en 2019, creemos que la desaceleración del gasto público podría acentuarse ese año si no se lleva a cabo una reforma tributaria en el segundo semestre de 2018. El gasto del público creció 3.4% en el primer semestre y se aceleró en 2017, al pasar de crecer 0.4% en 4T16 a 2.6% en 1T17 y 4.2% en 2T17.

Hay indicios de que su crecimiento se habría mantenido elevado en 3T17 y que algo similar se podría observar durante una buena parte de 4T17. Por un lado, la capacidad de gasto del Gobierno se fortaleció con la adición al presupuesto de 2017 por $8.6 billones de pesos. Sin embargo, la adición solamente entró en vigor en junio, lo cual habría favoreciendo la dinámica de ejecución en el segundo semestre del año. Por otra parte, la ejecución presupuestal también podría haberse acelerado y anticipado para antes de que entrara en vigor la Ley de Garantías Electorales el 11 de noviembre. Finalmente, la ejecución del gasto primario en 2017(excluye el servicio de la deuda), medido como obligaciones adquiridas sobre el total de apropiaciones del año, se ubicaba en 56.4% hasta agosto, superior al promedio de 54.9% en los últimos 5 años. En consecuencia, se espera que el gasto público en el PIB habría crecido 3.8% en 2017, superior al crecimiento de 1.8% registrado en 2016. Sin embargo, aunque esperamos que la economía repunte moderadamente en 2018, creemos que el gasto público será el único componente de la demanda interna que se desacelerará y limitará un mayor crecimiento del PIB, a diferencia de lo que se está observando 2017.

### En materia de Exportaciones

Las exportaciones netas volvieron a contribuir negativamente al crecimiento del PIB, pasando de sumar 1.3 p.p. en 2S16 a restar 0.8 p.p. en 1S17, principalmente debido a la recuperación de las importaciones y a una nueva contracción de las exportaciones. Creemos que la contribución negativa de las exportaciones netas se mantuvo en 2017. Ese comportamiento se explica por un mayor crecimiento de las importaciones frente al de las exportaciones, las cuales dejarían de caer, debido a los efectos positivos rezagados de la devaluación de los últimos 3 años, pero especialmente en el componente de ventas externas no petroleras (principalmente las industriales), tal como se ha evidenciado a lo largo de 2017. Nuestra expectativa también se apoya en un mejor desempeño de la demanda de los principales socios comerciales del país, especialmente los de América Latina que son unos de los mayores compradores de productos colombianos no petroleros. En efecto, el FMI prevé que la economía de la región pasará de crecer 1.1% en 2017 a 2% en 2018, luego de haberse contraído 1% en 2016. En consecuencia, esperamos que las exportaciones reales en el PIB crezcan 3.5% en 2018. Por su parte, esperamos que las importaciones continúen recuperándose, aunque su crecimiento seguirá siendo bajo, consistente con nuestra expectativa de un lento repunte de la demanda interna, y especialmente de la inversión fija. Por lo anterior, esperamos que las importaciones reales en el PIB crezcan 2% en 2018.

### El Consumo

Durante 2017, se presentó un efecto adverso en el consumo a partir de la reforma tributaria, la inflación comenzó a normalizarse, cedieron las tasas de BanRep, y en general, se presentaron condiciones difíciles para el sistema financiero. Sin embargo, no se presentó la mejora esperada en el crecimiento del PIB, y las condiciones para el sector financiero resultaron mucho peor frente a lo esperado, completando con esto dos años muy complicados para la banca, años durante los cuales el país dejó de avanzar en su nivel de profundización financiera (cartera/PIB). Destacamos que, durante 2017, en medio del deterioro económico, continuó el avance esperado de la regulación financiera local. Adicionalmente, el fortalecimiento de la solvencia de los establecimientos de crédito se mantuvo tanto en periodos de alta rentabilidad sobre el patrimonio, como en periodos de baja rentabilidad como el actual. Finalmente, los establecimientos de crédito mantuvieron una composición conservadora en su activo, en términos de la relación entre los Activos Ponderados por el Nivel de Riesgo (APNR) y el activo total. El fortalecimiento patrimonial de los establecimientos de crédito implica que estos podrán aprovechar con prontitud el momento en el que mejoren las condiciones económicas y haya espacio para crecer. Para 2018, a partir de la leve y lenta recuperación en el crecimiento económico que hemos proyectado, esperamos que el crecimiento de la cartera de créditos continúe mejorando. Sin embargo, estimamos que la reacción de la calidad de la cartera de créditos al mejor panorama de crecimiento va a ser rezagada a esta recuperación; tanto por el hecho de que este ha sido el caso históricamente en Colombia, como por la presencia de operaciones puntuales importantes en la cartera comercial, de las que se espera un mayor deterioro.

Creemos que el riesgo de liquidez del sistema no va a variar mucho frente a los bajos niveles actuales, pues esperamos que la cartera de créditos continúe siendo adecuadamente soportada por los depósitos (cuentas y certificados de depósito). Bajo este escenario, aunque se evidencie recuperación en el crecimiento de la cartera, los resultados de los establecimientos de crédito van a continuar deteriorándose a partir de mayores provisiones y un menor ingreso por intereses. A lo anterior se suma una mayor disminución en los márgenes de intermediación, propios de escenarios de tasas de interés a la baja por parte de la autoridad monetaria.

Para 2018, esperamos que el crecimiento económico del país mejore respecto a 2017 (2.4% real vs 1.6% real de 2017), a pesar de la persistencia de riesgos como el alto nivel de la deuda externa, la revisión a la baja de los precios esperados del petróleo, el difícil panorama fiscal, y la disminución del PIB potencial. El crecimiento será impulsado por un repunte moderado de la inversión fija y del gasto de los hogares, consistente con la recuperación gradual de 2017, aunque limitado por el gasto público. También esperamos que las obras de infraestructura (especialmente las obras viales 4G) aporten positivamente al PIB de 2018. Aunque en 2017 la infraestructura tampoco jalonó al país, y persisten los problemas en varios frentes que pueden continuar retrasando su desarrollo, tal como en años anteriores, se espera que parte de impulso positivo para el crecimiento de la economía en 2017 (y la cartera), venga en alguna medida de la financiación de las obras viales de infraestructura 4G (cartera comercial), así de los programas gubernamentales de estímulo a la construcción de vivienda.

### Renta Fija

En materia de tasas de interés de captación a plazo de un año, la curva cero cupón en pesos se ajustaron rápidamente y en la misma magnitud de la tasa repo, comportamiento del que se destaca el carácter de líder de la curva cero cupón en pesos a corto plazo, y el comportamiento casi idéntico de la IBR. Durante el periodo de disminución en las tasas repo de BanRep, ha sucedido lo mismo con la curva cero cupón a un año y la IBR, mientras que el ajuste de la DTF resulto relativamente suavizado. Durante 2018, esperamos que las tasas continúen disminuyendo, aunque de manera menos pronunciada. A pesar de que la disminución en las tasas por parte de BanRep inició en diciembre de 2016, en términos reales la tasa comenzó a disminuir a partir de abril de 2017. Desde cuando la tasa repo llegó a 7.75% (julio de 2016) hasta el comienzo de noviembre de 2017 con la tasa repo en 5%, la disminución en las tasas de interés fue de 1.46 p.p. en el crédito hipotecario y 3.1 p.p. en el crédito comercial, mientras que el crédito de consumo incremento su tasa en 50 pbs.

En términos reales, las tasas de los tres tipos de crédito mencionados permanecen por encima del nivel de julio de 2016. Lo anterior, junto con el hecho de que la mayor parte de los créditos de consumo se otorgan a tasa fija, los hogares ya muestran una saturación en materia crediticia, donde la suma de apalancamiento de consumo e hipotecas representa cerca del 40% de su ingreso disponible (superando al máximo histórico del período 1995-1997, cuando había llegado al 36%), dificulta la transmisión de la política monetaria hacia el crédito y hacia la economía en general. Para 2018, esperamos que las tasas de colocación continúen disminuyendo lentamente, sin embargo, creemos que esto se va a ver menos en la cartera de consumo, dado que esta continuó creciendo hasta el final del año, con mecanismos de compra y recompra de cartera funcionando plenamente. Mientras tanto, los demás rubros de cartera de créditos disminuyeron su crecimiento. Debido a lo anterior, creemos que va a haber un menor interés de los establecimientos de crédito para crecer esa cartera en 2018.

La rentabilidad sobre el patrimonio (ROE) y sobre el activo (ROA) de los establecimientos de crédito viene deteriorándose desde mediados de 2016. La disminución en la rentabilidad se explica tanto por el incremento en las provisiones requeridas a partir del deterioro en la calidad de la cartera de créditos, así como por la disminución en el margen neto de intereses a partir de marzo de 2017, disminución propia de un periodo de reducción en las tasas de interés por parte de BanRep. En línea con la expectativa de una recuperación más lenta de la calidad de la cartera frente a su crecimiento, y en espera de mayores reducciones en la tasa de referencia de BanRep, la rentabilidad de los establecimientos de crédito puede seguir disminuyendo durante la primera parte de 2018. En el campo regulatorio, durante 2018 se espera la implementación de la ley aprobada en relación con los conglomerados financieros. De este tipo de regulación, se espera el establecimiento de límites globales para diferentes indicadores de riesgo, solvencia y liquidez, entre otros, que incluyen a las filiales fuera de Colombia. Grupo Sura, Grupo Aval y Grupo Bolívar no son vigiladas actualmente por la Superfinanciera, y los establecimientos de crédito más importantes (Banco de Bogotá, Bancolombia y Banco Davivienda) pertenecen a dichos grupos. La implementación de esta regulación va a sensibilizar más a la banca local de lo que pase con las filiales en Centroamérica a nivel de la gestión del riesgo y sus indicadores. Sin embargo, no esperamos que esto llegue a afectar temas como la inclusión de intangibles (crédito mercantil) en el cálculo del patrimonio técnico de los locales. Actualmente se permite la inclusión del crédito mercantil constituido antes del 23 de agosto de 2012, cuando se dio la mayor expansión de la banca colombiana en Centroamérica.

En cuanto a la reforma tributaria vigente, el efecto en 2017 fue negativo y controlado. La cartera de créditos ya incorporó el efecto adverso que sobre el consumo tuvo el IVA y los impuestos al consumo. El efecto de gravar los dividendos a las personas naturales resultó siendo menor (su efecto sobre las acciones listadas). Los cambios en la renta presuntiva tampoco afectaron demasiado a los establecimientos de crédito. No se grabaron los dividendos a las personas jurídicas, ni se le dio un tratamiento de deuda a las acciones preferenciales locales, como estaba propuesto inicialmente, pero sí se mantuvo el Gravamen a los Movimientos Financieros, lo cual castiga a las transacciones de las personas naturales, evitando que estas utilicen más el canal financiero, y le pone un límite evidente a la inclusión financiera a través de canales electrónicos. Finalmente, en 2018 el impuesto sobre la renta pasa del 43% esperado antes de la reforma, al 37% aprobado, menor al 40% del año anterior, lo cual debería beneficiar a los resultados corporativos de los establecimientos de crédito (y de todas las empresas).

En materia de cartera de créditos para 2018, esperamos que la cartera de vivienda reaccione favorablemente al nivel de tasas de interés, logrando crecer por encima del 15% anual (nominal) al finalizar 2018; la cartera comercial también debería reaccionar para el cierre del año, logrando tasas de crecimiento superiores al 8% anual, contando con cierto repunte en la inversión de capital fijo. Finalmente, creemos que la cartera de consumo va a continuar desacelerándose hasta que termine en abril de 2018 con un crecimiento menor al 9%, y a partir de este punto se acelere su crecimiento. Esperamos que al cierre de 2018 el crecimiento nominal de la cartera bruta total se ubique en 10.2% a/a.

Durante el 2016 hasta el 1S2017 se observó una desaceleración en el crecimiento de la cartera, llegando a decrecer en términos reales. Durante la segunda mitad de 2017 se observó algo de recuperación en el crecimiento, mientras que el deterioro en la calidad de la cartera continuó aumentando. El comportamiento descrito de una asociación negativa entre el crecimiento y el deterioro de la cartera, que se acentuó en 2017 en su versión negativa y es común a todos los tipos de cartera. El deterioro en el crecimiento de la cartera comercial inició durante el cuarto trimestre de 2015; la calidad de la cartera se deterioró levemente durante todo 2017, punto a partir del cual el deterioro de la cartera es acelerado. Además del rezago que tiene la calidad de la cartera frente a la recuperación en el crecimiento del PIB y de la cartera, hay operaciones puntuales dentro de la cartera comercial que han incidido y continuarán incidiendo en el deterioro de la calidad y el incremento en las provisiones. Se destacan los casos de: Electricaribe, Ruta del Sol II y el Sistema Integrado de Transporte de Bogotá (SITP), en las que participan los principales bancos. La expectativa sobre Ruta del Sol II es positiva en la medida en que se liquide la concesión y se pague la deuda con los recursos de la respectiva fiducia, junto con recursos de las vigencias futuras. Mientras tanto, el problema del SITP apenas comienza.

Llama la atención que durante 2017 se materializó la iniciativas de reducir el rango de cálculo de la tasa de usura, y se revisó la propuesta de Asobancaria para revisar el esquema de encaje bancario, y se adoptó la Circular Externa 029 de 2017, cuyo objetivo es maximizar el recobro de la cartera en este momento difícil del ciclo económico colombiano, permitiendo modificar las condiciones de los créditos cuya fuente de pago (empresas y personas) se haya deteriorado, sin realizar una reestructuración.

A diferencia de lo ocurrido con la cartera comercial, la cartera de consumo mantuvo un crecimiento estable e inclusive lo incrementó durante 2016. A partir del segundo trimestre de 2017 inició la corrección a la baja en crecimiento, aunque manteniéndose en niveles relativamente altos, cercanos al 11.5% a/a. Mientras tanto, la calidad de la cartera se deterioró durante 2016 lentamente, y durante 2017 se aceleró el deterioro. Creemos que esta cartera va a continuar desacelerándose hasta que termine en abril con un crecimiento menor al 9%.

La asociación inversa entre el crecimiento y la calidad de la cartera se observa con claridad en la información de la cartera hipotecaria, la diferencia está en que el deterioro de esta es mucho menor al que se presenta en las demás carteras. Creemos que la calidad de la cartera va a tardar en recuperarse, pero no va a deteriorarse mucho más respecto al nivel actual. En cuanto al crecimiento, esperamos que este se ubique por encima del 15% anual en 2018, en función de la ampliación y extensión de algunos programas gubernamentales para la compra de vivienda, la continuación de la disminución en las tasas de interés, y la aparente mejora en la disposición por adquirir vivienda.

Suponemos que, si las carteras de crédito tardan en recuperar su crecimiento más de lo esperado, o se presenta un deterioro mayor en los márgenes de intermediación a partir de un incremento en el nivel de provisiones requerido, los establecimientos de crédito podrían optar por incrementar su nivel de inversiones, específicamente los TES (inversiones de mayor liquidez y menor riesgo crediticio). Al cierre de septiembre, los bancos comerciales participaban del 14.9% del saldo total de TES, y durante el año, su participación estuvo en el rango entre 14.4% y 16% del total. Por otro lado, en caso de que los depósitos no reaccionen adecuadamente a los requerimientos de los bancos para el crecimiento de su cartera (que será relativamente bajo), podría darse un fondeo vía liquidación de TES, limitado por los indicadores de riesgo de liquidez de cada entidad. Aunque recientemente no se ha dado un deterioro en el Indicador de Riesgo de Liquidez (“IRL”) a partir de la liquidación de estas inversiones, hay dos limitantes evidentes: 1) la proporción de estas inversiones que no está clasificada como “negociable” no se puede vender en cualquier momento; y 2) estas inversiones sirven de “colchón” de liquidez, que no puede bajar indefinidamente, especialmente porque en el IRL, dentro de los activos líquidos ajustados por liquidez de mercado, los TES hacen parte de los activos líquidos de alta calidad.

A partir del 2S2017, se vio deteriorada la rentabilidad del activo y del patrimonio. El deterioro corresponde a la desaceleración en el crecimiento de la cartera, la disminución en el margen de intermediación, y al incremento en el nivel de provisiones debido al deterioro de la cartera de créditos.

### Fintech

El desarrollo de las denominadas Fintech, que junto con el logro de un mayor alcance de los sistemas de pago de bajo valor y la disminución en el uso del efectivo, se enmarca dentro de la política pública vigente en Colombia, que busca incrementar la inclusión financiera en el país. Consideramos que hace falta trabajo para hacer frente a algunos de las principales limitantes de este tipo de desarrollos como lo son el Gravamen a los Movimientos Financieros, y la elevada informalidad que va de la mano de un mayor uso de efectivo.

### Inflación

La inflación anual, medida a través de la variación anual del IPC (Índice de Precios al Consumidor), continuó cayendo con fuerza en 2017, al pasar de 5.75% a/a1 al cierre de 2016 y de un máximo de 8.97% en julio de 2016, hasta un mínimo de 4.09% en diciembre de 2017, su nivel más bajo desde noviembre de 2014. A pesar de la gran corrección la variable no alcanzó el rango meta del BanRep. Este comportamiento se debió principalmente a que se terminaron de diluir los efectos de los choques de oferta que generaron unas fuertes presiones inflacionarias hasta mediados de 2016. En efecto la inflación de alimentos fue la que más cayó. Sin embargo, hubo dos factores que limitaron un mayor descenso de la inflación anual: el incremento de los impuestos indirectos que ordenó la reforma tributaria de finales de 2016 y la indexación de precios a la inflación anual causada de 2016 y al incremento del salario mínimo para 2017.

### Inflación y Política Monetaria

Entre agosto y noviembre del año pasado se registraron fuertes caídas mensuales en el IPC de alimentos perecederos debido a la culminación del paro camionero en julio de 2016 y a la normalización de la oferta luego de la finalización del Fenómeno de El Niño unos pocos meses antes, lo que permitió que estos bienes llegaran nuevamente a las centrales de abasto en cantidades importantes. De esta manera, la inflación anual de los alimentos perecederos, que había caído de -5.2% en diciembre de 2016 a un mínimo de -17.1% en julio, repuntó a 2.9% en octubre y fue la principal responsable del repunte de la inflación anual total en esos meses Por su parte, el IPC de los alimentos procesados también contribuyo significativamente a la reducción de la inflación anual en 2017, a diferencia de lo que ocurrió con el IPC de los alimentos perecederos desde agosto. Los precios de este grupo de alimentos no solamente habían estado afectados por el Fenómeno de El Niño en 2016, sino también por la fuerte depreciación pasada del peso colombiano, puesto que una alta proporción de ellos son de origen extranjero o contienen una cantidad importante de insumos importados. La mayor estabilidad de la tasa de cambio y el favorable comportamiento de los precios internacionales de las materias primas agrícolas contribuyeron a un continuo descenso de la inflación anual de este grupo de alimentos en el 2017, de tal forma que su inflación anual pasó de 10.2% en diciembre de 2016 a 0.6% en octubre. A lo anterior también se sumó la notable caída del precio del arroz (segundo gasto básico de mayor peso en el IPC de alimentos procesados), debido a la sobreproducción y a los elevados niveles de importación provenientes de EEUU y otros países en 2017. Desde que la inflación anual total de los alimentos volvió a aumentar en agosto, la de los procesados continuó cayendo, pero solamente la del arroz explico casi la tercera parte de dicho descenso.

### Expectativas

Esperamos que la inflación de los alimentos se mantenga relativamente estable y sin cambios excesivos en 2018, con excepción de una corrección a la baja en el primer bimestre, cuando desaparecerán los efectos inflacionarios de una sola vez de la reforma tributaria de finales de 2016.

Para 2018, los mecanismos de indexación jugarán a favor de la inflación de los no transables y de la total, puesto que la inflación anual al cierre de 2017 será sustancialmente menor que la de 2016 y el incremento del salario mínimo en 2018 será sustancialmente inferior al de 7% en 2017. Por su parte, aunque esperamos un repunte en el crecimiento del PIB, la brecha del producto seguirá siendo negativa y la demanda interna se mantendrá débil, lo cual contribuirá a moderar ligeramente la inflación anual de los no transables a lo largo de 2018. Esperamos que BanRep reduzca la tasa de interés en el 2018 hasta el 4% teniendo en cuenta que la inflación camina al rango meta y que el ritmo de recuperación de la demanda agregada luce débil de cara al pib potencial, lo que requiere una postura expansiva de la política monetaria, aunque este proceso solo se dará en la medida que las inflaciones subyacentes puedan alcanzar el rango meta.

La reforma tributaria de 2016 contribuyó a mejorar las perspectivas fiscales de Colombia en el corto plazo, con lo cual se evitó una reducción de su calificación crediticia en 2017. No obstante, el comportamiento del recaudo tributario se vio afectado por un mayor debilitamiento de la economía frente a lo que estimaba el Gobierno, pero cumplió la meta de déficit que exige la Regla Fiscal gracias a los ingresos extraordinarios provenientes del laudo arbitral en contra de las dos principales empresas del sector de telecomunicaciones y a la reducción de urgencia de $5B al cierre del año. Para 2018 no anticipamos mayores contratiempos para cumplir con la meta de déficit fiscal, aunque podrían requerirse algunos recortes de gasto adicionales a los que se incorporaron en el presupuesto del 2018. El gran reto tiene que ver con las medidas que tendrá que tomar la nueva administración para poder cumplir con la Regla Fiscal a partir de 2019. De esta manera, creemos que hay una alta probabilidad de que se requiera una nueva reforma tributaria en el segundo semestre de 2018, aunque no descartamos que el debate también gire en torno a la posibilidad y viabilidad de modificar la Ley de Regla Fiscal.

### Lo más relevante

La economía mundial repuntó moderadamente 2017, pero habría registrado su mayor crecimiento desde 2011, apoyado por unas condiciones financieras globales más favorables y una política monetaria que continuó siendo altamente expansiva. Las economías emergentes registraron un mejor desempeño en 2017, en medio de la estabilización de la expansión económica en China y del repunte de los precios de las materias primas. Las economías avanzadas continuaron recuperándose a un mayor ritmo del esperado, principalmente porque los efectos de la eventual salida del Reino Unido de la Unión Europea (el “Brexit”) fueron mucho más moderados de lo que esperábamos. Sin embargo, la economía de EEUU no se fortaleció como se esperaba tras la elección de Trump.

La Reserva Federal de los EEUU continuó actuando con cautela e incrementó su tasa de interés objetivo muy gradualmente, de tal forma que la mantuvo en niveles inusualmente bajos. El FMI estima que el crecimiento de la economía mundial se habría acelerado de 3.2% en 2016 a 3.7% en 2017 y que seguirá aumentando a 3.8% en 2018. Creemos que este repunte estará impulsado principalmente por un mayor fortalecimiento de las economías emergentes, mientras que el desempeño de las economías avanzadas será similar al de 2017, en parte limitado por la continua incertidumbre sobre el curso de la política económica en EEUU durante un año electoral y por la lenta recuperación en Europa y Japón.

En EEUU, esperamos que el estímulo fiscal asociado a la reforma tributaria sea menor que el estimado inicialmente, por lo que su impacto sobre el crecimiento económico también será moderado. Sin embargo, esperamos que la Fed pueda incrementar 3 veces su tasa de interés objetivo en 2018, que es lo que actualmente estiman los miembros del Comité de Política Monetaria. La inflación podrá sorprender lo que le permitirá al banco central conducir la política monetaria rumbo a la normalización. A pesar de la postura de normalización vemos que la reducción de la hoja de balance se hará a un ritmo gradual. En Europa, aunque las preocupaciones asociadas al “Brexit” han disminuido y el Banco Central Europeo (BCE) anunció que continuará inyectando liquidez a lo largo de 2018, las expectativas de crecimiento continúan siendo moderadas, la inflación en la Eurozona sigue muy por debajo de la meta y persisten los riesgos financieros en Italia y los políticos en España y el Reino Unido.

El BCE anunció una ampliación de su programa de compra de activos más allá de diciembre de 2017, hasta septiembre de 2018, a un ritmo de 30 mil millones de euros mensuales. Creemos las compras del BCE continuarán al menos hasta 1T19, aunque el ritmo podría bajar a 20 o 10 mil millones de euros mensuales a partir de octubre de 2018, de tal forma que el BCE inyectará un monto no despreciable de 300 mil millones de euros en 2018 (350 mil millones de dólares) y su tasa de interés de referencia se mantendrá en su mínimo histórico al menos hasta finales de 2019.

En Japón, el Banco Central (BoJ) continuará con el mismo ritmo de compra mensual de activos en 2018, en medio de una economía que se recupera lentamente y de una inflación que sigue siendo excesivamente baja. Además, el BoJ bajó recientemente sus pronósticos de inflación para el próximo año y no espera que llegue a la meta sino hasta 2019, en el mejor de los casos. De esta manera, anticipamos que las inyecciones de liquidez provenientes de Japón ascenderán a 840 mil millones de dólares en 2018, sin cambios frente a 2017. En resumen, estimamos que el monto de compra neta de activos por parte de los principales bancos centrales seguirá siendo elevado en 2018 (0.9 billones de dólares, incluyendo la disminución de la tenencia de activos de la Fed que empezó en octubre y no muy lejos del promedio anual de 1.2 billones desde 2009), así que esperamos que las condiciones de liquidez a nivel global continúen siendo muy favorables

EEUU: En 2017 continuó la lenta recuperación de la actividad económica en EEUU, en medio de un dólar que se debilitó durante la mayor parte del año de la incertidumbre política relacionada con las dificultades de la Casa Blanca para impulsar su agenda legislativa (especialmente la reforma tributaria), de la moderación de la inversión no residencial, de una disminución en la volatilidad de los mercados financieros y del mejor desempeño de la economía mundial. El mercado laboral continuó mejorando a lo largo del año y la economía parece estar cada vez más cerca del pleno empleo. Sin embargo, la inflación anual volvió a descender por debajo de la meta de 2% y el núcleo (sin alimentos ni energía) cayó a su menor nivel de los últimos 6 años, también muy por debajo de la meta. Este contraste entre el comportamiento del mercado laboral y el de la inflación ha comenzado a generar un gran dilema para el Comité de Política Monetaria (el FOMC) de la Fed con respecto a su plan de continuar con los incrementos de su tasa de interés objetivo el 2018.

Durante los últimos meses de 2017, varios miembros del FOMC cuestionaron su hipótesis de que la debilidad de la inflación podría estar asociada a efectos transitorios. Esto implica que ha ganado terreno la expectativa de que la convergencia a la meta tardará más de lo estimado. De hecho, Janeth Yellen reconoció que el FOMC podría haber sobreestimado “la fortaleza del mercado laboral, la consistencia de las expectativas de inflación de largo plazo con la meta o, incluso, los factores fundamentales que determinan la inflación”, lo cual implica que “la inflación se mantendrá baja por más tiempo de lo que se proyecta actualmente”. A esto se le suma el hecho de que varios miembros del FOMC comenzaron a incorporar un escenario de menor estímulo fiscal en el panorama económico desde mediados de año. Varios miembros también resaltaron que la incertidumbre sobre el curso de la política económica del Gobierno Federal (incluyendo la política fiscal, la comercial y la de salud) había comenzado a impactar negativamente los planes de inversión y contratación de las empresas.

### Política Económica

En el frente político, 2017 fue de gran incertidumbre. Desde comienzos del año advertimos que la probabilidad de que se aprobara una reforma tributaria 2017 era baja y que su impacto positivo sobre el crecimiento económico iba a ser mucho menor y más tardío de lo que proponía el presidente Trump. Recordemos que el plan original de la Casa Blanca era que la reforma se aprobara antes de agosto de 2017 y que redujera los impuestos en 5.9 billones de dólares en los próximos 10 años, pero el primer borrador del proyecto legislativo solamente se publicó en noviembre y la versión que tramitada los reduciría en apenas 1.5 billones, aproximadamente. De esta manera los mercados financieros fueron excesivamente optimistas sobre la magnitud, el impacto y la velocidad de implementación de la reforma tributaria de Trump, la cual era crucial para que se materializara la expectativa de una mayor dinámica de crecimiento económico y un aumento de la inflación en los próximos años.

De esta manera, en 2017 se dio una reversión importante de los aumentos de las tasas de interés de los Bonos del Tesoro de EEUU y del dólar en los primeros meses después de la elección de Trump y tras el fracaso del Gobierno en aprobar la reforma a la ley de salud, lo cual generó nuevas tensiones en el Congreso de EEUU, especialmente entre los republicanos.

Los líderes republicanos de la Cámara y el Senado presentaron sus respectivos proyectos de reforma tributaria a comienzos de noviembre, los cuales parecen ajustarse a la restricción de costos que impuso la ley de presupuesto en la próxima década, según los cálculos del Comité Conjunto de Asuntos Tributarios. Los mercados reaccionaron positivamente a estos anuncios y en los últimos 2 meses del año se volvieron a registrar aumentos en las tasas de los Bonos del Tesoro y el dólar, pero en magnitudes inferiores a las que se presentaron después de la elección de Trump.

La nominación de Jerome Powell como presidente de la Fed a partir de febrero de 2018 y la salida de Janet Yellen, implican que 6 de los 12 miembros del FOMC en 2018 podrían ser seleccionados por Trump (Powell, 4 puestos que están vacantes actualmente y otros 2 que quedarán vacantes a finales de enero de 2018). Esto también podría resultar en un ritmo de normalización monetaria más lento.

### Europa & Brexit

Los riesgos asociados al sorpresivo resultado del referendo sobre el “Brexit” en el Reino Unido se han reducido en la medida en que se ha ido incorporando la moderación en el desempeño económico de ese país. El “Brexit” fue un severo choque de confianza, aunque repercutió en volatilidades y desvalorizaciones en los mercados financieros, tendrá su mayor incidencia en la inversión del sector empresarial en el Reino Unido a un ritmo gradual, en la medida en que existe un periodo de transición durante el cual se está negociando con la Unión Europea (UE) el camino menos traumático para las dos partes. En efecto, lo anterior implicó una reducción en el crecimiento económico de ese país en el corto plazo, pero la magnitud hasta la fecha ha sido menor de lo que se temía.

El Banco Central de Inglaterra (BoE) aumentó la tasa de interés por primera vez en más de 10 años en noviembre de 2017 y advirtió que espera que cualquier incremento en el futuro sea gradual y limitado. La postura del Comité de Política Monetaria está enfocado exclusivamente a combatir los efectos inflacionarios de la fuerte devaluación de la libra esterlina después de la aprobación del “Brexit”. De esta manera, no esperamos que este sea el comienzo de un ciclo de incrementos consecutivos de la tasa de referencia ni que se aproxime la reducción de la tenencia de activos del BoE, pues la economía se ha debilitado y los riesgos asociados al “Brexit” se extenderán al menos hasta abril de 2019, que es la fecha límite para que se produzca la salida oficial del Reino Unido de la UE. En consecuencia, esperamos que las tasas de interés se mantengan muy cerca de los niveles bajos históricos actuales a lo largo de 2018 y que las condiciones de liquidez provenientes del Reino Unido continúen siendo holgadas a lo largo del próximo año.

### Pronósticos 2018

Para la Eurozona, el FMI pronosticó que el crecimiento de la economía se debilitará ligeramente en 2018, luego de pasar de 1.8% en 2016 a 2.1% en 2017 y a 1.9% en 2018. Sin embargo, es importante resaltar que el euro continuó fortaleciéndose frente a las monedas de sus principales socios comerciales, lo cual limito el ritmo de la recuperación económica. La tasa de cambio del euro se fortaleció 4.5% desde 2016 y se ubicó en uno de los niveles más altos en casi 3 años, a pesar del amplio estímulo monetario que mantuvo el BCE. Esta valorización podría constituirse en un limitante para el aumento de la inflación que busca el BCE hacia su meta de 2%. Esta medida se mantuvo en niveles inusualmente bajos y se debilito en los últimos meses del 2017, evidenciando los efectos desinflacionarios de la apreciación del euro y el amplio espacio que hay para la recuperación de la demanda interna. El BCE afirmo que los riesgos para el crecimiento de la Eurozona en el corto y mediano plazo se habrían balanceado, pero las expectativas de crecimiento en Europa continúan siendo moderadas porque persisten los riesgos financieros en Italia y los políticos en ese mismo país y en España.

### ¿Liquidez Global?

El BCE anunció una ampliación de su programa de compra de activos más allá de diciembre de 2017, hasta septiembre de 2018, a un ritmo de 30 mil millones de euros mensuales. Por otro lado, el riesgo político aumento considerablemente en varios frentes en Europa continental. En octubre, el parlamento de Cataluña aprobó la resolución para declarar su independencia de España y aunque el gobierno español acudió al artículo 155 de la Constitución, el riesgo sigue latente. El artículo 155 implica que el gobierno central “podrá adoptar las medidas necesarias” para forzar a la comunidad de Cataluña “al cumplimiento forzoso de sus obligaciones”. El gobierno central asumió la dirección y gestión de Cataluña, destituyó a sus dirigentes y tomó el control de la policía, pero esta decisión no fue bien recibida por una porción de los jueces y la población catalana. El “Brexit” condujo nuevos cuestionamientos sobre el futuro de la Eurozona y permitió el aumento el riesgo de que otros partidos nacionalistas (especialmente en Francia, Holanda, República Checa, Dinamarca, Italia y Suecia) buscaran su salida de la moneda común. Estos riesgos también siguen latentes y lo que ha ocurrido con Cataluña es evidencia de ello. Lo anterior sería devastador para el sistema financiero global y requeriría de mayor intervención por parte del Banco Central Europeo (BCE).

Cabe resaltar que, durante la crisis de la deuda de la Eurozona de hace unos años, principalmente centrada en los PIIGS (Portugal, Irlanda, Italia, Grecia y España), las dudas sobre la supervivencia de la moneda común fueron las que generaron las mayores tensiones en los mercados financieros mundiales. No obstante, una crisis bancaria y de liquidez, como la que se desató con la quiebra de Lehman Brothers en 2008, es poco probable en estos momentos, pues los bancos comerciales en el mundo desarrollado están mucho mejor capitalizados. Ni siquiera la crisis bancaria en Italia de 2017 logró desestabilizar el rumbo de la economía, pero parte de estos logros se debe a la postura altamente laxa del BCE, lo cual refuerza nuestra expectativa de que este siga siendo el caso a lo largo del próximo año.

### Japón

Para Japón, el FMI proyecta que su economía se habría acelerado en 2017, alcanzando un crecimiento de 1.5%, pero que en 2018 se debilitará y apenas crecerá 0.7%. Por su parte, el Banco Central de Japón (BoJ) también estima que la economía habría registrado una mejora en su dinámica en 2017 y recientemente mejoró su perspectiva de crecimiento a niveles de 1.8% en 2017 y 1.9% en 2018. Sin embargo, las estimaciones de inflación para 2017 y el próximo se revisaron a la baja a niveles de 0.8% a/a y 1.4% a/a, respectivamente (antes eran 1.1% a/a y 1.5% a/a, en ese mismo orden). El BoJ ha indicado que espera que la inflación solamente retorne a la meta de 2% hasta el año fiscal 2019, mientras que al cierre de septiembre se situaba en 0.7% a/a. De esta manera, el BoJ habría refirmado que continuará expandiendo la base monetaria hasta que la inflación anual supere su objetivo y se mantenga por encima de este nivel de “manera estable”. Además, el Gobernador del BoJ, Haruhiko Kuroda, afirmo que no es necesario una salida inmediata de sus programas de inyección de liquidez, incluso si otros bancos centrales han comenzado a ajustar sus posturas de política monetaria. En este escenario se espera que el BoJ continúe inyectando liquidez a través de la compra de activos a lo largo de 2018 y 2019 al mismo ritmo que se observó 2017 con 840 mil millones de dólares en 2018 y que la tasa de interés de referencia del BoJ se mantenga inalterada en su nivel mínimo histórico por lo menos hasta 2020.

Tras la elevada incertidumbre que se observó en 2016 como consecuencia de la caída de los precios del petróleo hasta sus menores niveles en 13 años y la sorpresiva victoria de Donald Trump en las elecciones presidenciales de EEUU, la tasa de cambio presentó una menor volatilidad en 2017. En su mayoría, fueron factores externos los que determinaron el comportamiento del precio del dólar en Colombia, mientras que los precios del petróleo mostraron una mayor estabilidad y tuvieron un impacto moderado en este comportamiento. A pesar de la relativa estabilidad que se presentó en 2017, creemos que la economía colombiana sigue siendo altamente vulnerable a choques externos, los cuales podrían repercutir en su calificación crediticia y, a su vez, generar una mayor volatilidad en el mercado cambiario en 2018. Además, anticipamos que la incertidumbre política asociada a las elecciones legislativas y presidenciales a nivel local también podrían generar algunas presiones alcistas sobre el dólar en el primer semestre del próximo año.

### Superando la crisis

La economía colombiana tuvo que enfrentar a uno de los más fuertes choques de términos de intercambio de su historia y de la región ocasionado principalmente por el desplome de los precios del petróleo desde 2014, hecho que generó un importante deterioro de las cuentas externas y fiscales, y aumentó la vulnerabilidad de la economía a cambios repentinos en las condiciones financieras internacionales y minó su calidad crediticia. Aunque el ajuste de la economía colombiana a la caída de los precios del petróleo ha sido ordenado, con una desaceleración económica similar o menos pronunciada que la de otros países comparables en la región, y ha habido una respuesta efectiva de las autoridades económicas, en 2017 aumento la preocupación por el ritmo de recuperación en el corto plazo y por su capacidad de recuperar tasas de crecimiento sustancialmente superiores en el mediano plazo. En consecuencia, la posibilidad de un recorte de la calificación crediticia del país (desde el nivel actual de BBB), a pesar de que ese riesgo parecía haber desaparecido tras la aprobación de la reforma tributaria a finales de 2016 a finales de 2017 los temores fueron revividos aumentando la incertidumbre sobre la capacidad de la economía para continuar con estas sendas de ajuste, principalmente debido a la caída en las expectativas del crecimiento potencial de la economía. Lo anterior constituye uno de los principales riesgos para la calificación crediticia del país, en un contexto en el que las autoridades tienen un menor margen de maniobra que el que tenían en 2014.

Aunque la corrección que ha registrado el déficit de la cuenta corriente ha sido significativa, su nivel sigue siendo elevado si se compara con sus niveles históricos y con el de la mayoría de las economías a nivel global. Además, persisten varios factores que podrían ocasionar un nuevo deterioro y volver a aumentar la vulnerabilidad de la economía a cambios en las condiciones externas, lo cual también se reflejaría en un nuevo episodio de devaluación del tipo de cambio. En primer lugar, los precios del petróleo han registrado un comportamiento mixto 2017 y los temores de que se vuelvan a presentar excesos de oferta en el mercado no han cesado, lo que podría afectar nuevamente el ingreso de divisas, especialmente a través de las exportaciones minero-energéticas. Sin embargo, las previsiones de la Opep como de la Agencia Internacional de Energía AIE, no contempla nuevas caídas permanentes del precio del petróleo en el corto plazo. Se espera que el precio del Brent se sitúe en un nivel promedio de 55-56 dólares por barril en 2018. A pesar del mayor escepticismo sobre la capacidad que tendrá la administración de Donald Trump para implementar su agenda de políticas económicas pro-crecimiento y antiglobalización en EEUU, éste sigue siendo un riesgo importante para el desempeño de las cuentas externas de Colombia.

### Sector Externo

Las cuentas externas de Colombia continuaron ajustándose en 2017, después del máximo nivel histórico de 6.5% del PIB que alcanzó el déficit de la cuenta corriente en 2015 y que bajó a 4.4% del PIB en 2016. En efecto, en 1S17 la cuenta corriente acumulaba un déficit de 4.1% del PIB, mientras que en el mismo periodo de 2016 era de 4.6% del PIB. Al tomar los datos de los últimos 4 trimestres de información disponible, para eliminar el efecto estacional, el déficit de la cuenta corriente ascendía a 12.4 mil millones de dólares (4.1% del PIB), frente a los 12.3 mil millones en 2016 (4.4% del PIB) y a los 18.8 mil millones en 2015 (6.5% del PIB). Además, se espera que 2017 se sitúe en 11.6 mil millones de dólares (3.8% del PIB), lo que refleja menores riesgos asociados a un eventual choque en el financiamiento externo. Por un lado, la corrección del déficit de la cuenta corriente en 2017 estuvo apoyada por el crecimiento del PIB nominal en pesos y la apreciación que ha registrado el peso frente al dólar con respecto al año anterior. Además, el déficit de la balanza comercial continuó disminuyendo en 2017, el de la renta de los factores sigue siendo bajo y las transferencias corrientes continúan evolucionando favorablemente. El mejor desempeño de las exportaciones, que entre enero y septiembre crecieron 19.5% a/a1 en dólares, ha sido fundamental para la corrección del déficit de la balanza comercial y ha estado asociado tanto al mejor desempeño de las ventas de los bienes tradicionales como de los no tradicionales.

Las exportaciones de bienes tradicionales (petróleo, carbón, café y ferroníquel) mostro una recuperación en 2017, luego de caer 19% en 2016 y principalmente impulsadas por el repunte en las ventas externas de petróleo. Hasta septiembre, las exportaciones de crudo habían crecido 14.9% en dólares, influenciadas por la recuperación de sus precios internacionales, lo cual ha compensado con creces la caída de 22.3% en los volúmenes, resultado de los menores niveles de producción en el país. Por su parte, las ventas de carbón aumentaron 54.9% en el mismo periodo, tanto por la recuperación de sus precios, como por el aumento de 25.1% en los volúmenes. La mayor cosecha de café se reflejó en un incremento de 20.4% en sus exportaciones, a pesar de que los precios se han mantenido relativamente estables. Las exportaciones de bienes no tradicionales mostraron un desempeño positivo en 2017, luego de la caída de 12.7% que registraron en 2016 y apoyadas por una base estadística favorable y por un mejor desempeño de la demanda externa. En 2017 hasta septiembre, las ventas externas de este tipo de bienes habrían crecido 10% en dólares y 12.4% en volúmenes.

En cuanto a las importaciones, su evolución también fue más favorable en 2017, aunque su crecimiento en dólares fue más moderado que el de las exportaciones, principalmente debido a la debilidad de la demanda interna. Las importaciones crecieron 4.4% entre enero y septiembre, lo que contrasta con la caída de 17% de 2016. Esta recuperación se debe a una recuperación generalizada en los diferentes tipos de bienes, donde se destaca la de los bienes de capital, que en 2016 cayeron 27.2% y fueron los que más aportaron a la contracción total, mientras que en 2017 hasta septiembre crecieron 7.4%. Las compra externas de bienes de consumo e intermedios también registraron incrementos en el mismo periodo. Todo lo anterior explica la corrección del déficit comercial, que hasta septiembre era de 6.1 mil millones de dólares, mientras que en el mismo periodo del año pasado era de 9.1 mil millones. Con corte a septiembre de 2017 el déficit comercial fue de 8.5 mil millones de dólares, inferior al de 11.5 mil millones en 2016 y al de 15.9 mil millones en 2015. Esperamos que este comportamiento se seguirá observando en 4T17, debido a que las exportaciones continuarán apoyadas por un mejor comportamiento de la demanda externa y al repunte de los precios del petróleo, mientras que las importaciones seguirán creciendo a un menor ritmo por la débil recuperación de la demanda interna.

En 2018 esperamos que haya una ralentización en el ritmo de crecimiento de las exportaciones en dólares, a niveles de 5.2%, principalmente porque el cambio en los precios internacionales del petróleo y el carbón (51% de las exportaciones totales de bienes) será menor que el que se observó en 2017 frente al año pasado. Por su parte, esperamos que las importaciones crezcan 4% en 2018, similar al de 2017, debido a la persistente debilidad que anticipamos en la demanda interna y a que las bases estadísticas de comparación no son tan favorables como lo fueron 2017. Esto impulsará una mayor corrección del déficit comercial, aunque a un menor ritmo que el observado en los últimos 2 años, lo que a su vez contribuirá a seguir reduciendo el déficit de la cuenta corriente. Por otro lado, el déficit de la renta los factores aumentaron en 1S17, aunque todavía se mantenía muy por debajo de los valores observados antes del choque de los precios del petróleo. Esto ha sido consecuencia de un mayor giro de dividendos al exterior.

El buen comportamiento de las remesas ha estado impulsado por la recuperación económica y las mejores condiciones del mercado laboral en EEUU y España, que son los dos principales países de donde provienen estos flujos (48% de EEUU y 15% de España en 2017). Los ingresos de las transferencias seguirán aumentando en de 2017 y en 2018, en la medida que esperamos un mejor desempeño de la economía global, lo que también contribuirá a una disminución del déficit de la cuenta corriente. Para 2018 esperamos que continúe el ajuste del déficit de la cuenta corriente y que se ubique en 11 mil millones de dólares o 3.4% del PIB. Aunque creemos que la IED aumentará moderadamente en 2018, apoyada por el mejor estado de la economía global, incluyendo las empresas del sector minero-energético, y por unas mejores perspectivas económicas locales, la inversión de portafolio se podría ver afectada ligeramente con la normalización de la política monetaria en las principales economías del mundo.

La IED hacia el sector petrolero volvió a repuntar en 2017, influenciada por la recuperación de los precios del crudo, lo cual esperamos que continúe en 2018. Igualmente, la IED hacia el sector minero ha mostrado una recuperación gracias a los mejores precios internacionales de las materias primas y registró un crecimiento positivo en 2T17, después de haber caído durante los tres trimestres previos. De esta manera, esperamos que la IED se sitúe en 10.8 mil millones de dólares en 2017 (3.5% del PIB) y que en 2018 aumente a 12 mil millones (3.7% del PIB). Por último, la balanza cambiaria, que muestra el intercambio de divisas que efectivamente pasa a través del mercado cambiario, indica que la IED ha vuelto a repuntar en los últimos meses, después de las importantes caídas que se registraron desde que comenzó la caída de los precios del petróleo en 2014. En el acumulado de 12 meses a octubre de 2017, la IED registró ingresos de divisas por 9.8 mil millones de dólares, después del mínimo de 7.9 mil millones que alcanzó en mayo del mismo año.

### ¿Riesgo de Comercio?

La economía colombiana sigue siendo una de las más vulnerables a cambios abruptos en las políticas de comercio internacional en EEUU, debido a la alta participación de ese país en las exportaciones totales. Aunque Trump se ha enfocado principalmente en los mayores socios comerciales de EEUU (China, México o Corea del Sur), aún no se puede descartar la imposición de obstáculos al comercio internacional, que podrían afectar las ventas externas de Colombia a ese país. No obstante, se espera que ese riesgo sea relativamente bajo en el corto plazo. Por otra parte, puesto que el déficit externo de Colombia es uno de los más altos de la región y del mundo, su economía también es una de las más vulnerables a un endurecimiento de las condiciones financieras internacionales. Esto ocurriría si las políticas procedimiento de Trump logran avanzar a un mayor ritmo, lo que obligaría a la Fed a aumentar más rápidamente sus tasas de interés y generaría un nuevo episodio de fortalecimiento generalizado del dólar. Esta situación dificultaría la atracción de flujos de inversión hacia los países emergentes, incrementaría sus primas de riesgo y sus tasas de interés, debilitaría sus monedas, y presionaría nuevamente los precios de las materias primas a la baja. Lo anterior dificultaría la recuperación de la economía colombiana, especialmente considerando que un choque externo de ese tipo se daría en momentos de debilidad en el crecimiento económico, a diferencia de lo que ocurría cuando se presentaron choques similares entre 2013 y 2015.

### Vientos a Favor

Las condiciones financieras externas para los países emergentes también están expuestas a una serie de factores globales de elevada incertidumbre que aún no se han resuelto. Aunque la situación de China parece más estable, su economía continúa ajustándose y sus altos niveles de endeudamiento no dejan de generar preocupación.

En Europa también persisten las inquietudes sobre los efectos que tendrá la salida del Reino Unido de la Unión Europea, la posibilidad de que otros países busquen seguir un camino similar, los problemas fiscales de Grecia y la crisis financiera en Italia.

Ante un nuevo choque externo, Colombia cuenta con una Línea de Crédito Flexible (LCF) con el FMI por 11.4 mil millones de dólares, que fue renovada en 2016, en medio del ajuste ordenado que presentó la economía. La LCF se vence en junio del 2018, pero ante las persistentes preocupaciones que hay sobre el elevado déficit de la cuenta corriente, esperamos que BanRep la renueve por 2 años más. Sin embargo, el alto nivel de la deuda externa, la incertidumbre sobre la magnitud de la caída del crecimiento del PIB potencial y el difícil panorama fiscal, incluso después de la aprobación de la reforma tributaria del año pasado, siguen siendo factores de riesgo para la calificación crediticia de Colombia, para la consecución de financiamiento externo y, por consiguiente, para el comportamiento de la tasa de cambio. En primer lugar, Colombia no cuenta con la misma capacidad que en 2014 para amortiguar una nueva caída en los precios del petróleo o un endurecimiento en las condiciones financieras globales a través de un aumento de su deuda externa.

### Riesgo de Evaluación de Crédito

La deuda externa presentó un importante incremento en los últimos años y ha vuelto a bordear los niveles históricamente altos que se registraron en 2003. Este ha sido uno de los principales factores de riesgo que han mencionado las calificadoras de riesgo, así que un nuevo choque externo de magnitud considerable podría conllevar a un deterioro de la calificación crediticia con mayor facilidad de lo que ocurrió en los últimos 3 años, además de generar unas importantes presiones de devaluación. En segundo lugar, la notable desaceleración de la economía colombiana está impidiendo una corrección de la relación deuda externa sobre PIB en el corto plazo.

Aunque seguimos estimando que el crecimiento de la economía será mayor en la segunda mitad de 2017 y en 2018, advertimos que los riesgos están sesgados hacia una recuperación más lenta. Además, hay una elevada incertidumbre sobre la magnitud de la caída del PIB potencial. El deterioro reciente de las perspectivas de crecimiento económico para este y el próximo año podría estar indicando que dicha caída ha sido más pronunciada. Antes de la caída de los precios del petróleo había cierto consenso de que el crecimiento del PIB potencial era cercano a 4.5% o 5%. Actualmente, el Gobierno estima que esa cifra se sitúa alrededor de 3.8%, mientras que BanRep la estima entre 3% y 3.5%, pero no se puede descartar que haya quedado incluso más abajo. Desafortunadamente, esto solamente se podrá concluir con el transcurrir del tiempo. Sin embargo, en caso de que el crecimiento potencial haya caído mucho más de lo que se ha estimado, la perspectiva sobre la evolución de la deuda externa sobre el PIB podría sufrir un nuevo deterioro, con la desventaja de que en los próximos dos años habrá limitado espacio político para poner en marcha reformas estructurales que aumenten el PIB potencial.

### Las reformas esperadas del próximo gobierno

Algunas de las reformas que necesitan especial atención del Gobierno, son la pensional, la del gasto público, la laboral, la educativa, la de la justicia y otra tributaria estructural. Además, es importante tener en cuenta que este tipo de reformas tienden a tomar varios años en mostrar resultados concretos. No anticipamos ninguna reforma estructural significativa antes de que se posesione el nuevo gobierno en agosto de 2018 y hace tiempo vemos muy factible que en la segunda mitad del próximo año haya la necesidad de tramitar una nueva reforma tributaria para poder cumplir con las metas que exige la Regla Fiscal a partir de 2019. En consecuencia, las reformas estructurales de gran urgencia podrían tener que esperar por lo menos hasta 2019.

Dado que el Gobierno anunció que el déficit fiscal en 2017 y 2018 será mayor que el que se había anunciado inicialmente, estas revisiones pudieron haber afectado la credibilidad de la Regla, por lo que un reducido ritmo de actividad económica pondrá la atención de os agentes en la calificación crediticia en el corto plazo, teniendo en cuenta la aprobación de la reforma tributaria en 2016 y la rápida disminución del déficit de la cuenta corriente en los últimos 2 años.

El posible mayor deterioro del PIB potencial también podría afectar el panorama de la relación deuda pública sobre PIB en los próximos años. Un eventual recorte podría reflejarse en un debilitamiento del peso colombiano el día del anuncio. No obstante, creemos que estas presiones serían pasajeras y esperaríamos que se corrigieran en los días o semanas posteriores, pues el mercado tiene prácticamente descontado del todo una rebaja de la calificación soberana de Colombia en el corto plazo, e incluso está asignando una probabilidad elevada de que el recorte sea de hasta dos escalones, lo cual la dejaría por debajo del “grado de inversión”. Lo anterior también implica que en el momento que las agencias ratifiquen la calificación de Colombia en su nivel actual, podría haber un espacio de disminución de la prima de riesgo del país, que a su vez se traduciría en una apreciación del peso colombiano.

### Sobre las Elecciones de 2018

El 2018 estará marcado por una mayor incertidumbre política asociada a las elecciones legislativas en marzo y a las presidenciales en mayo y junio. Por esta razón, anticipamos un aumento de la volatilidad de la prima de riesgo del país y del dólar en Colombia durante el 1S2018. Un aumento en el riesgo político podría presionar la tasa de cambio a niveles de 3100 pesos por dólar en algunos momentos durante el primer semestre. Sin embargo, nuestro escenario base es que el próximo gobierno no va a realizar cambios significativos al marco de política macroeconómica de los últimos años. De esta manera, una vez terminado el ciclo electoral, creemos que los niveles de riesgo soberano disminuirán, por lo que esperamos que la tasa de cambio presente correcciones durante el segundo semestre. En este contexto, esperamos que el dólar se sitúe en un promedio de 2900 pesos en 2018 (fluctuando en un rango de 2850 a 3100 pesos, pero principalmente en el primer semestre) y que cierre el año en 2950 pesos.

### Mercado de Renta Fija

El mercado de deuda global estará influenciado principalmente por la aprobación de la reforma tributaria en EEUU, con la cual esperamos que el impulso al crecimiento económico en el corto plazo sea limitado. Dado que los precios de los Bonos del Tesoro de EEUU incorporan la aprobación de la reforma tributaria no anticipamos presiones significativas al alza en sus tasas en el corto plazo. Mantenemos nuestra expectativa de un máximo de tres incrementos en 2018. Además, esperamos que las condiciones de liquidez global sigan siendo holgadas, a pesar de que las compras mensuales de activos por parte de los principales bancos centrales irán disminuyendo gradualmente a lo largo de 2018. De esta manera, proyectamos que la tasa de los Bonos del Tesoro a 10 años cerrará el próximo año en 2.85. Nuestra expectativa de un incremento moderado en las tasas de los Bonos del Tesoro y de un proceso de normalización monetaria global que continuará en una etapa prematura, favorecerá el comportamiento de las tasas de los TES a nivel local.

En consecuencia, creemos que este mercado estará principalmente influenciado por factores locales en 2018: la incertidumbre política asociada a las elecciones legislativas y presidenciales en el primer semestre, las preocupaciones por una posible reducción de la calificación soberana, el fuerte descenso de la inflación en 1T18, los recortes adicionales que anticipamos de la tasa de intervención de BanRep en el primer semestre y una disminución de las emisiones netas de TES.

### Expectativas

Bajo este escenario, esperamos que las tasas de los TES 2024 cierren 2018 en 6.15% y las de los TES 2026 en 6.45%. Esperamos descensos importantes en los primeros meses de 2018, principalmente impulsados por la notable caída que anticipamos de la inflación y por un cambio en las expectativas del mercado hacia unos recortes aún más pronunciados de la tasa de intervención. Sin embargo, creemos que en 2T18 podrían presentarse unas presiones importantes al alza en las tasas de los TES, asociadas a la incertidumbre política por las elecciones presidenciales en mayo y junio, aunque no descartamos algunos episodios de volatilidad transitoria en 1T18. Creemos que estas presiones desaparecerán después de junio y anticipamos unas nuevas correcciones a la baja en 3T18. Sin embargo, esperamos que, hacia finales del año, el mercado comience a incorporar la posibilidad de incrementos de la tasa de intervención en algún momento en 2019, lo cual generaría unas leves correcciones al alza en la curva de los TES en 4T18. Finalmente, no anticipamos cambios en la calificación crediticia de Colombia a lo largo de 2018, razón por la cual creemos que la prima de riesgo soberano tiene espacio de corrección a la baja, que se debería reflejar en unos menores niveles permanentes en las tasas de los TES.

Sin embargo, el nuevo gobierno tendrá que implementar medidas en el segundo semestre de 2018 para asegurar el difícil cumplimiento de la Regla Fiscal en 2019. Estas medidas requieren de un manejo muy cuidadoso por parte de las autoridades económicas, el cual debe encontrar el perfecto balance entre hacer mayores recortes de gasto, aumentar el recaudo tributario (posiblemente sacar adelante una reforma tributaria) y proponer cambios a la Ley de Regla Fiscal que no alteren significativamente la perspectiva fiscal del país en el mediano plazo. Advertimos que cualquier error en este frente podría traducirse en un escenario de fuertes presiones al alza en las tasas de los TES en el segundo semestre del año.

### ¿Qué paso con los TES?

En línea con el comportamiento de la deuda global y con nuestra expectativa, el desempeño del mercado de TES fue muy positivo hasta mediados de junio, pero en ese momento se presentó un quiebre en la tendencia descendente que venía observándose en sus tasas desde febrero de 2017. En nuestra opinión, hubo dos factores simultáneos que detonaron ese cambio. El primero fue el alza generalizada de las tasas de los bonos soberanos a nivel global debido a las declaraciones de algunos de los principales bancos centrales en el mundo desarrollado a mediados de año, que sugerían la posibilidad de que la normalización monetaria iniciaría más pronto de lo previsto y de forma sincronizada. Esto también generó una oleada de ventas de bonos soberanos de economías emergentes, lo cual empujó al alza las tasas de los TES. Sin embargo, este efecto se corrigió en julio, luego de que los propios bancos centrales se encargaron de explicar que no había razones para esperar una aceleración en la normalización monetaria, pero las tasas de los TES no siguieron ese camino por el segundo factor al que hicimos referencia. Ese segundo factor fue la respuesta negativa del mercado de TES a la presentación del Marco Fiscal de Mediano Plazo de 2017 (MFMP 2017) a mediados de junio. En ese documento, el Gobierno anunció un incremento de 6.3 billones de pesos en las colocaciones de TES en 2017 hasta un total de 39.7 billones, principalmente debido a un aumento en el déficit fiscal permitido por la Regla Fiscal para 2017, que pasó de 30.3 a 33.4 billones. Sin embargo, la mayor cantidad de colocaciones también se debió a un aumento de las amortizaciones de deuda interna, tras el anuncio de redención anticipada de más de 4 billones de pesos de los TES oct-18, y de la disponibilidad final del año en 8.7 billones. Adicionalmente, en la presentación del MFMP 2017 se actualizó la senda de déficit fiscal esperado en los próximos años a niveles superiores a los que se habían presentado previamente y, en particular, se hizo evidente que el ajuste requerido de 2018 a 2019 sería mucho más difícil de alcanzar.

Los cambios del MFMP 2017 no fueron bien recibidos por el mercado y aumentaron las preocupaciones por una posible nueva revisión al alza del déficit fiscal estimado para 2017 y el próximo, ante el panorama de persistente debilidad de la economía y que no parecía estar alineado con los pronósticos más optimistas del Gobierno. Lo anterior reanimó la expectativa de un posible recorte de la calificación soberana de Colombia, la cual había pasado a un segundo plano en meses anteriores, especialmente después de la aprobación de la reforma tributaria a finales de 2016. Sin duda, esa reforma contribuyó a la valorización de los TES durante el primer semestre del año. Sin embargo, la preocupación por el futuro de la calificación del país se reforzó luego de los pronunciamientos críticos de las principales agencias calificadoras sobre el MFMP 2017 en julio, lo que, en nuestra opinión, mantuvo las presiones alcistas sobre las tasas de los TES y luego evitó una corrección a la baja similar a la que se había observado hasta junio de 2017.

Insistimos que la probabilidad de que una de ellas recorte la calificación crediticia del país en un escalón (lo cual la dejaría todavía dentro del “grado de inversión”) no es despreciable y creemos que esa probabilidad es aún más alta en 2018. Seguimos creyendo que no habrá un cambio en la calificación en el corto plazo, pero reconocemos que el panorama de débil desempeño económico y de incertidumbre sobre la magnitud de la caída del PIB potencial ha aumentado la probabilidad de una rebaja, especialmente en 2018.

La reacción negativa del mercado de TES a mediados de 2017 estuvo principalmente relacionada con el mayor riesgo de una eventual reducción de la calificación soberana de Colombia en el corto plazo. Desde entonces, las tasas de los TES han presentado una corrección a la baja, principalmente por los mejores datos de inflación local en el segundo semestre y por el tono más bajista que adoptó BanRep, pero no se han vuelto a registrar los niveles mínimos que se observaron en junio. Sin embargo, dada nuestra expectativa de estabilidad en la calificación en 2018, creemos que las primas de riesgo crediticio, así como las tasas de los TES, aún tienen un espacio de corrección a la baja.

En el caso de Latinoamérica, más allá del efecto favorable de la elevada liquidez mundial, se espera una lenta recuperación en el crecimiento económico, que en el caso de Colombia debería soportarse por el repunte moderado en inversión fija y gasto de los hogares, sin embargo, el alto nivel de deuda externa, la revisión a la baja de los precios esperados del petróleo, el difícil panorama fiscal, y la disminución del PIB potencial, son factores de riesgo que permanecerán vigentes en el 2018.

En el caso colombiano, realmente no se cuenta con un efecto económico positivo por concepto del proceso de paz para 2018, y el elemento político –año electoral- cobra cada vez más importancia de acuerdo con los analistas internacionales. Adicionalmente, al efecto positivo para 2018 de la reforma tributaria, se le contrapone la expectativa de otra reforma tributaria, junto con una reforma pensional.

### Mercado Accionario

Por sectores, el sector financiero, siendo el más representativo dentro del índice COLCAP va a reaccionar de forma rezagada a la recuperación económica, empeorando un poco más frente a la situación de 3T17; en el sector de petróleo y gas, teniendo en cuenta que el nivel de precios esperado es similar al de 2017, se limitan las expectativas para 2018; en cuanto a la construcción, la muy mala base estadística de 2017 es el factor evidente para una mejora en el desempeño de las cementeras en 2018, aunque creemos que los bajos precios del cemento se van a mantener, mientras que seguimos esperando el impulso de las 4G; el crecimiento del sector de consumo por su parte está limitado por lo que pase con Brasil; finalmente, el desempeño estable del sector utilities de energía (servicios públicos), podría verse impactado negativamente por la actualización regulatoria esperada hace varios años para las actividades de transporte de gas, transmisión y distribución de electricidad.

El factor relevante para los mercados accionarios a nivel mundial en 2018 será la excesiva valorización del mercado accionario estadounidense. Durante 4T17, el mercado accionario estadounidense pudo continuar valorizándose, superando los máximos históricos logrados al cierre de 3T17, lo que evidencia una fortaleza que no coincide con el desempeño económico general de ese país. Si bien puede aumentar la volatilidad relacionada con la gestión de Donald Trump, o eventos geopolíticos a nivel internacional, la tendencia seguirá siendo positiva, soportada principalmente en los resultados financieros de los emisores estadounidenses, bajo un contexto de amplia liquidez global.

Tras la elección de Donald J. Trump en noviembre de 2016, el temor respecto a la excesiva valoración del mercado accionario estadounidense incrementó, dado que el notable incremento en los precios de las acciones al inicio de su presidencia se justifica por el logro de sus anunciadas reformas al sistema financiero, al sistema de salud y al sistema de impositivo estadounidense, junto con su plan de inversión en infraestructura.

Al cierre de 3T17, el índice tecnológico Nasdaq (el sector tecnológico tiene un peso de 42.5% sobre dicho índice), junto con el S&P 500 y el Russel 2000, cerraron en su nivel máximo histórico (Gráfico IX.4). Mientras tanto, al estudiar al índice de sorpresas macroeconómicas estadounidense, vemos que, frente al consenso del mercado, durante los últimos seis meses los indicadores de confianza (datos “blandos”) han tenido un desempeño positivo, mientras que los indicadores del desempeño real de la economía han resultado decepcionantes, evidenciando que el comportamiento reciente del mercado accionario se encuentra alineado con la confianza y desalineado frente a la economía real.

El comportamiento del mercado accionario estadounidense no puede ignorar indefinidamente lo que pasa con la economía real, sin embargo, creemos que hay argumentos suficientes que soportan la expectativa de valorizaciones en el mercado accionario estadounidense para 4T17, comenzando por los resultados financieros de los emisores, la variable fundamental para el análisis de las acciones. Al 17 de noviembre, 95% de los emisores del S&P 500 habían reportado resultados 3T17, de los cuales el 78.3% y el 69% reportaron un crecimiento anual positivo en ventas y utilidades, respectivamente. Para 3T17, mientras que el crecimiento en las ventas de los emisores del S&P 500 que venden más del 50% fuera de EEUU fue de 7.7% a/a, el crecimiento de las ventas de la otra mitad de los emisores fue de apenas 3.8% a/a. El mercado viene premiando esta relativa independencia sobre la demanda doméstica, y esta situación también se observa en las compañías clasificadas como “de baja capitalización bursátil” (que hacen parte del índice Russell 2000).

Con nuestra argumentación a favor de una valorización del mercado accionario estadounidense para 4T17 basada en los resultados de los emisores en 3T17, y que puede continuar durante 2018, no estamos ignorando o minimizando el efecto Trump. Lo que se observa es que el mercado no está castigando el hecho de que la implementación de sus planes necesariamente va a tomar más tiempo del anunciado inicialmente. Por otro lado, uno de los anuncios de reforma que más ha influido en el buen comportamiento del mercado accionario estadounidense es la reforma al sistema financiero mundo. Si ajustáramos la capitalización bursátil del índice S&P 500 al cierre de 3T17 con la relación entre la capitalización bursátil del índice y el PIB estadounidense antes de la elección de Trump, el ajuste a la baja del mercado accionario sería de 9.8%. El mercado accionario estadounidense no se encuentra en un máximo absoluto, pues la relación precio a ganancias (P/E) observada, la relación P/E proyectada (calculada con las ventas anuales estimadas para el siguiente año), y la relación entre la capitalización bursátil y el PIB, ya han estado por encima de los niveles actuales; en el 2000 en el caso de la capitalización bursátil sobre el PIB, en el 2004 en el caso del múltiplo P/E proyectado, y en el 2009 en el caso del múltiplo P/E observado. Adicionalmente, el dividend yield del S&P 500 se ha venido ajustando, por lo que las empresas vienen repartiendo en función de sus resultados financieros y bursátiles.

Sin embargo, los valores máximos o mínimos absolutos deben enmarcarse en un contexto de mercado relevante. Teniendo en cuenta esto, utilizamos la información de finales de 2012 hasta hoy, abarcando parte de la tercera ronda de suavización cuantitativa, la reducción del programa de compras bonos, y el inicio del incremento en las tasas de referencia por parte de la Fed, entre otros. En ese caso, concluimos que, si bien el mercado se encuentras en su nivel máximo, la publicación de resultados financieros positivos puede seguir soportando a los niveles actuales de precios.

En el caso de Colombia, con el fin de alcanzar el potencial de valorización identificado, es necesario que se evidencie una recuperación de las condiciones económicas del país, y dejen de deteriorarse los resultados de los emisores.

### ¿Nuevos Máximos en la Bolsa de NY en 2018?

Se espera que el mercado accionario estadounidense puede continuar valorizándose. Bajo la premisa de que las valorizaciones deberán corresponder a los positivos resultados corporativos, el dividend yield del mercado estadounidense deberá mantenerse alrededor de los niveles actuales, así como los múltiplos relacionados con las ganancias (P/E y P/E forward). Siendo este el caso, el crecimiento anual del S&P se deberá ubicar en el rango entre 7% y 11% en 2018. La evolución de los resultados y las ventas de los emisores estadounidenses es mayoritariamente positiva, las expectativas son favorables, y se observa cierta ganancia esperada en eficiencia, con las utilidades creciendo más que proporcionalmente al crecimiento de las ventas.

Recordamos que “El Mercado” (los precios de las acciones) viene castigando más a los emisores que sorprendieron negativamente en sus resultados, de lo que premió a los emisores que sorprendieron positivamente en sus resultados, lo que implica que el desempeño del mercado accionario estadounidense se mantiene atento a los resultados de sus emisores, pero en todo caso muchos analistas esperan una corrección en 2018 considerándola saludable.

### Mercado Accionario Europeo

En línea con las valorizaciones de los mercados accionarios a nivel mundial, los índices más representativos del mercado accionario europeo, que incluyen al Euro Stoxx 50 y al MSCI Pan Euro han registrado en 2017, valorizaciones de 11.7% (14.2% E.A.) y 7.9% (9.53%), superando significativamente las variaciones de 0.7% y -0.2%, registradas en 2016, respectivamente. La mejor lectura del PIB en 2017 para la Eurozona, una tasa de desempleo que se ubica en mínimos de seis años, una expansión sólida del sector manufacturero, junto con un mayor nivel de precios, son factores que elevaron la confianza de los inversionistas sobre la economía del bloque, impulsando los índices accionarios europeos a registrar valorizaciones. Por su parte, si bien el mercado accionario del Reino Unido se ha valorizado 4.9% (5.9% E.A.) en 2017, en medio de la incertidumbre en torno a las negociaciones del Brexit, el fortalecimiento de 7.6% en 2017de la libra esterlina, y la decisión del Banco de Inglaterra (BoE) de incrementar por primera vez en diez años la tasa de interés de referencia en 25 pbs. Dicho incremento fue significativamente inferior que el registrado en 2016 (14.4%). En el mercado accionario europeo se evidencia un mayor optimismo entre el múltiplo P/E trailing y forward durante 2016.

### América Latina

Durante el periodo de elevada aversión al riesgo de comienzos de 2016, causado la caída del mercado accionario chino de 20% en menos de un mes, la caída del precio del petróleo, y la expectativa de alzas en las tasas de interés por parte de la Fed, provocaron una corrección a la baja de los mercados accionarios latinoamericanos, mientras sus medidas de riesgo (CDS, EMBI, etc) incrementaron notablemente. Luego de ese evento comenzó la corrección positiva en el comportamiento de los diferentes mercados accionarios, pero la recuperación y el comportamiento accionario en general ha sido diferenciado y específico país por país. La región se va a beneficiar de la continuación de la situación de elevada liquidez internacional, si bien ya no se espera un comportamiento generalizado. En este sentido, se podría esperar un crecimiento más lento en Brasil, en línea con su lenta recuperación económica; un mal desempeño de México, en línea con la renegociación de tratados comerciales con EEUU, mientras que Colombia se podría beneficiar especialmente con la firma de la paz, más en la medida en que se evidencien pasos reales para hacer productivas las zonas que anteriormente estaban en poder de las FARC.

### En Colombia

En 2017, el mercado accionario colombiano, evaluado por el índice COLCAP, registró una valorización de 5.4% mucho menos de la variación de 17.2% de 2016, en medio de un contexto de reducción de tasas de interés por parte de BanRep (reducción de 250 pbs a partir de diciembre de 2016), una recuperación del precio internacional del petróleo (la referencia Brent registró un incremento de 8% en lo corrido de 2017, cerrando en 61.37 dpb), un menor riesgo país (los CDS a 5 años han disminuido en 48.9 puntos), junto con una devaluación de 1.3% en la tasa de cambio y un menor nivel de volatilidad a nivel mundial.

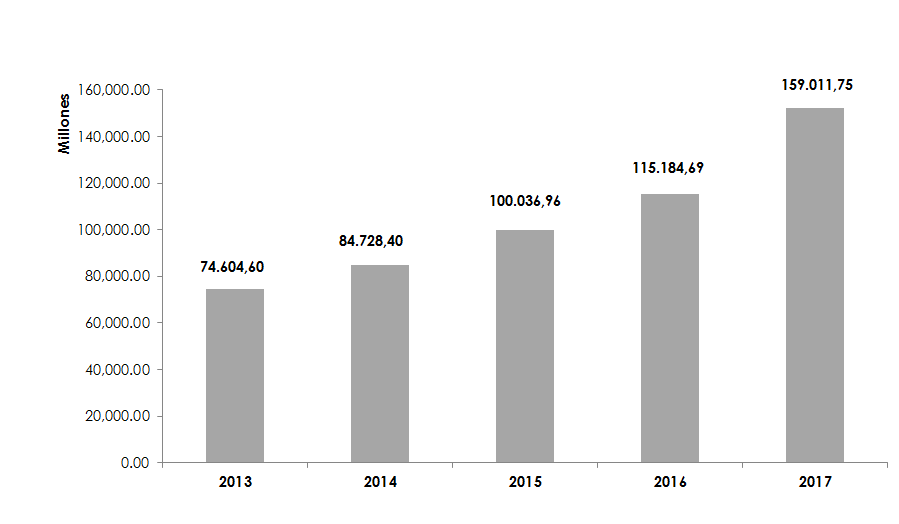
Al comparar el rendimiento del índice frente al comportamiento del mercado accionario de los pares de la región, tales como Brasil, Chile, México y Perú, el COLCAP ha sido el índice que ha registrado la menor valorización en 2017, a pesar del buen comportamiento que ha exhibido el sector de energía (12.5% del COLCAP) y de petróleo y gas (11.1% del COLCAP), en línea con la recuperación del precio del petróleo y la normalización de las condiciones climáticas en Colombia; el deterioro en la producción y despachos nacionales de cemento, junto con la debilidad del consumo de los hogares producto del incremento en el IVA y el impuesto al consumo, incidieron negativamente en el sector de construcción y de consumo, que tienen una participación del 9.0% y 11.2% del índice COLCAP, respectivamente.

El contexto externo para las multilatinas colombianas es positivo, teniendo en cuenta la recuperación económica de Brasil, impulsada principalmente por una mejor lectura del consumo doméstico y la aprobación de la reforma laboral. En EEUU el incremento en los salarios, la menor tasa de desempleo, y la recuperación de las ventas al por menor, deberían respaldar un repunte en el gasto del consumidor e impulsar la demanda interna. Durante el 2017, los inversionistas extranjeros mantuvieron una postura neta de compra dentro del índice COLCAP, con excepción de junio, en línea con la valorización del precio internacional de petróleo, la moderación en los indicadores de riesgo país, tales como los CDS a 5 años y EMBI Colombia, y los mayores flujos internacionales hacia los mercados emergentes, en especial a América Latina. Al analizar la evolución del PIB y el crecimiento de los ingresos del COLCAP, es posible observar una correlación positiva en la mayoría de los sectores, con excepción del sector de consumo, teniendo en cuenta la presencia de empresas multilatinas tales como Grupo Éxito, que cuentan con una importante participación de sus ventas en el exterior.

En cuanto a la valoración relativa del mercado colombiano, el múltiplo de 16.44x para el P/E del COLCAP se mantiene dentro del rango de variabilidad establecido, inferior al 15.45x promedio desde diciembre de 2012, y superior al 14.58x promedio de los últimos 12 meses, y cerca de los niveles del mercado mexicano y chileno. El costo del patrimonio de los emisores colombianos es de 10.74% (promedio simple), lo que ubicaría al índice COLCAP sobre las 1,500 unidades al final del año. Mientras tanto, el crecimiento promedio esperado para los dividendos es de 5.22%. En 2018, estimamos que la economía se recupere levemente, al pasar de registrar un crecimiento real de 1.6% en 2017 a 2.4% en 2018, en línea con un fortalecimiento del gasto de los hogares como consecuencia de una menor inflación y una mayor confianza de los consumidores, junto con una recuperación de la inversión fija, y un mayor aporte de las inversiones de capital de los proyectos de infraestructura vial de Cuarta Generación (4G). Esto permitirá al sector de construcción, por efecto de base estadística y por la recuperación moderada de la construcción de edificaciones, registrar una recuperación en sus ingresos, y mejorar así sus resultados en 2018. Así mismo, esperamos que los ingresos del sector consumo aumenten en 2018, en línea con la recuperación del consumo de los hogares que estimamos para el próximo año, y las mejores condiciones económicas de Brasil (79.5% de las ventas de Grupo Éxito) y de Centroamérica (9.4% de las ventas de Nutresa). Así, con excepción del sector financiero, estimamos una recuperación en los ingresos del COLCAP en 2018, viéndose reflejado en mejores resultados y en una valorización del índice accionario.

# **ACCIONES & VALORES S.A.**

El 2017 fue un año de seguir consolidando la estrategia de mercado bursátil de Acciones y Valores. De acuerdo a la planeación estratégica de la unidad, la firma concentró sus esfuerzos en la generación de mayores ingresos en clientes y en la creación de nuevos productos. De igual manera, entendiendo los nuevos retos que se presentan, en especial los retos tecnológicos, la firma reforzó su apuesta tecnológica al contratar a Deyanira Montaño como Gerente de Tecnología e Innovación.

Continuamos con la labor de aumentar nuestra base de clientes ofreciéndoles soluciones financieras en mercados nicho. Nuestros fondos de inversión continúan su ritmo de crecimiento, usando nuestra amplia red de agencias para realizar adiciones a las carteras colectivas ha apalancado el fondo Vista creando una ventaja competitiva frente a otras comisionistas de bolsa. Es así que logramos adentrarnos con clientes de consumo masivo que ven esta opción como una buena alternativa para el manejo de su tesorería. El hito más grande de los fondos de inversión colectiva durante el 2017 fue la creación del fondo Accival Estructurado. Esta cartera colectiva es cerrada a 3 años, y a corte del 31 de diciembre del 2017 tuvo una rentabilidad del 21.3% (E.A.). Es con este impulso que la firma decidió tramitar dos licencias adicionales al final del año para sacar dos nuevos fondos estructurados durante el 2018, bajo la gestión de nuestro gerente de fondos Santiago Quintero. En el resto de las carteras colectivas se vio de la misma manera, un incremento de los saldos promedio del 2016 frente al 2017 del 38%, llegando a los $159,011. millones de pesos. Esto ha sido gracias a una gran labor comercial, y una buena gestión de los administradores de los fondos. En diciembre de 2017 se hizo la liquidación del FCP 90 grados norte el cual resultó con una rentabilidad neta del 16.6% para el inversionista. Si bien esta no fue la rentabilidad esperada al inicio, consideramos que dadas las condiciones inmobiliarias, se hizo una buena gestión.

Bajo el liderazgo de Giovanni Campos la mesa de Corporativos y Banca Privada logró crecer un 18% en ingresos frente al año pasado. Estos incrementos se vieron principalmente por el desarrollo de los productos foco para esta área. Estos son Fondos de Inversión Colectiva, divisas para importadores y exportadores y nuestro producto Soluciones de Tesorería. En FIC se registró un aumento en los saldos administrados, mientras que en divisas hubo un mayor número de operaciones. Nuestro producto de Soluciones de Tesorería, nos permitió un enfoque en la venta cruzada con las empresas ofreciéndoles una línea de productos completa para el manejo integral de la tesorería. Este producto, en cabeza de Felipe Jaramillo, tuvo un total de volumen total de adiciones de $626,142 millones de pesos, y un crecimiento de 147% frente al 2016.

De la misma manera, el negocio de Western Unión Business Solutions continúo en desarrollo. La estrategia de ofrecerles una atención en divisas personalizada a pymes ha aumentado en gran parte nuestra base de clientes, y es aquí donde se dieron la mayoría de las vinculaciones de empresas durante el año pasado. Durante el 2017 se logró que se giraran 255 millones de dólares el año pasado, y el negocio tuviera un incremento en ingresos del 31% frente al 2016. Es de resaltar la visita que se tuvo por parte del señor Jean Claude Farah, presidente de Western Union Business Solutions donde manifestó su apoyo y planteó retos para los años siguientes.

*GRAFICA 1. OPERACIONES EN DIVISAS*



Nuestra área de posición propia, en cabeza de Mauricio Camelo, se vio con resultados mixtos durante el año. En el mercado de divisas la alta volatilidad del dólar durante el año presentó oportunidades para los traders, y resultó en una producción importante para la mesa. Por otro lado, los traders de deuda pública no lograron mantener ingresos estables durante el año.

La mesa institucional mantuvo unos resultados por debajo de lo esperado. El negocio de negociación de títulos en el exterior fue el que presentó el mayor decrecimiento frente al año pasado, con una reducción en ingresos del 40%. Este mercado se vio influenciado por bajos volúmenes y spreads en las operaciones que limitaron la capacidad de producción frente al 2016. En el equipo de comerciales de renta fija pesos la mesa tuvo cambios. e incluyó un comercial institucional para renta variable, con los cuales se espera encontrar una mayor sinergia.

# **MERCADO MASIVO**

El año 2017 presento una actividad sin precedentes en especial en los flujos de dinero que entraron al país por concepto de remesas de trabajadores colombianos en el exterior; dichos volúmenes mostraron un incremento del 15% al pasar de USD 4.858.2 millones en el año 2017 a USD 5.585.5 millones en el año 2018 monto que se consolida como el más alto en la historia del país.

Regiones como Estados Unidos y Europa son los mayores originadores de remesas al representar el 40% y el 24% respectivamente y en los cuales se concentra esta actividad. Sin embargo, durante los últimos años se ha presentado un crecimiento importante en los flujos de recursos provenientes de países cercanos como Chile, Ecuador, Argentina, México y panamá. En cuanto hace referencia al destino, El departamento del Valle se consolida con la mayor participación al representar el 29% del total, seguido de Antioquia con el 18% y Cundinamarca con el 17%; de igual forma se destaca la región del eje cafetero con una participación del 15%.

Acciones & Valores dentro del mercado total de las remesas presentó una participación del 14%, respecto del volúmenes de divisas monetizadas y del 16.5% respecto del número de operaciones, de acuerdo con los informes del Banco de la Republica. Así mismo con la plataforma de Western Unión para hacer giros al exterior, Acciones & Valores realizó envíos por un valor equivalente a USD 81.2 millones.

En cuanto hace referencia a ingresos estos mostraron un nivel de 39.023millones de pesos con un crecimiento del 37% respecto del volumen del año 2016 el cual ascendió a $ 28.491 millones.

Toda esta actividad se originó en nuestros canales de distribución, en los cuales nuestros clientes y usuarios de Acciones & Valores durante el año 2017 pudieron hacer sus operaciones de recibo de remesas y envío de dinero al exterior, mediante la utilización de una red de 279 oficinas propias.

La actividad de remesas, para su desarrollo y operación demando un total de $ 30.297 millones en gastos, los cuales se incrementaron en el 24% respecto del nivel del año anterior. El crecimiento de los ingresos y nuestro control de gastos, originaron para el periodo 2017 un resultado de $ 8.726 millones muy superior al obtenido en el año 2016 de 3.998 millones un incremento del 118%.

# **MERCADO BURSÁTIL**

Los ingresos de la operación bursátil para el año 2017 muestran un nivel neto de $ 25.272. Millones lo cual representa una variación general del -7%, teniendo como ingreso de $27.137. Millones en el año 2016. A este respecto, resulta importante destacar la que el ingresos por negociación de divisas sigue siendo el rubro con mayor participación en la composición de los ingresos de la operación bursátil el cual presenta un valor de $10.839.millones, en el año 2017 a un valor de $ 13.695 millones en el año 2016; esta disminución es consecuencia del comportamiento la tasa del dólar, sin embargo sigue siendo este producto una de las estrategias de enfoque y de diversificación de ingresos.

Los ingresos por cuenta propia presentaron una variación del -14% al pasar de $ 9.916 millones para el año 2016, a $ 8.545. Millones en el 2017, originado en la operación de renta fija presentaron una estabilidad en la negociación de títulos de deuda pública. También es importante tener en cuenta que la negociación de títulos en el exterior, sigue siendo un aporte importante a los ingresos.

Los gastos presentaron un comportamiento estable pasando en el año 2016 de $ 23.935 millones a $ 24.15. Millones para el año 2017, resultado de una optimización del gasto, directamente relacionados con el comportamiento de ingresos, originando un resultado en la operación bursátil de $ 1.257millones.

Una vez incorporada la operación de remesas y la operación bursátil de Acciones & Valores, los ingresos totales se mantuvieron estables mostrando una variación en un 4% al pasar de $64.862. Millones en el año 2016 a $67.738. Millones en el año 2017 finalmente ingresos netos de $55.343. Millones en el año 2016 a $ 63.750. Millones en el año 2017 lo cual representa un crecimiento del 15%

Los gastos totales de ACCIONES Y VALORES S.A, consolidado pasaron de $ 50.641 Millones a $59.220.Millones para el año 2016, obteniendo un resultado de después de impuestos de $3.147.Millones, para el año 2017.

# **INFORMACIÓN ADICIONAL DE LEY A 31 DE DICIEMBRE DE 2017**

### Ley 603 de 2000

Con el fin de dar cumplimiento a Ley 603 de 2000, la administración ha implementado procedimientos que conlleven a dar cumplimiento a la norma sobre propiedad intelectual y derechos de autor del software instalado en las oficinas de Acciones & Valores S.A.

Adicionalmemte me permito confirmar a la Asamblea General de Accionistas que todos y cada uno del software utilizados por la sociedad, han sido verificados como lo establece el artículo 1 de la ley 603, sobre las normas de intelectualidad y derechos de autor, habiéndose constatado la existencia y originalidad de las respectivas licencias suministradas por los fabricantes.

De acuerdo a lo consagrado en los artículos 11 y 12 del decreto 1406 de 1999, Acciones &Valores S.A., cumple con la adecuada liquidación y los pago de los aportes de la seguridad social.

### Ley 1676 de 2013

*Se deja constancia  que los administradores de la sociedad no se entorpeció la libre circulación de las facturas emitidas por los vendedores o proveedores.*

### Artículo 446, Código de Comercio

De acuerdo con el numeral 3 del artículo 446 de C.Co.

Adjunto al presente informe los anexos a los estados financieros a 31 de Diciembre de 2017, en relación a las operaciones celebradas entre Acciones & Valores S.A, sus administradores y accionistas.

De acuerdo con el numeral 3 del artículo 446 de C.Co.

### PAGOS A DIRECTIVOS

Litera a) Acciones y Valores S.A, durante el año 2017 efectuó lo siguientes pagos a Directivos,

*DETALLE PAGO A DIRECTIVOS*

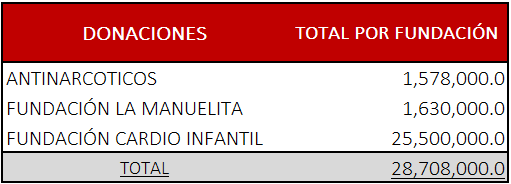
|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **NIT** | **MIEMBROS DE JUNTA DIRECTIVA** | |
| 160396 | GUSTAVO SERPA MENDOZA | 16,803,472 |
| 79591694 | JORGE ENRIQUE VELEZ | 19,755,404 |
| 17118030 | MAURICIO VELEZ VASQUEZ | 13,852,604 |
| 437729 | GUSTAVO PERRY | 28,157,140 |
| 79249765 | JAIME HERNANDEZ CASTILLO | 31,108,008 |
| 79406980 | EDUARDO JARAMILLO | 22,706,272 |
| 79447550 | JORGE GIRON LEURO | 31,108,008 |
| **TOTAL** |  | **163,490,908** |
|  |  |  |
| **NIT** | **ADMINISTRACION** | |
| 19163817 | RAFAEL APARICIO ESCALLON | 519,228,534 |
| 19112533 | JOSE MANUEL MONTAÑO | 335,496,764 |
| 19380878 | JUAN CARLOS APARICIO ESCALLON | 312,652,635 |
| 79364755 | MAURICIO CAMELO BARRETO | 243,972,727 |
| 79883166 | LUIS FELIPE APARICIO GOMEZ | 306,320,551 |
| **TOTAL** |  | **1,717,671,211** |

Literal b) Sociedad no realizó ninguna erogación por salarios, honorarios, viáticos, gastos de representación en dinero y en especie, transporte y cualquier remuneración a favor de asesores o gestores, vinculados o no a la sociedad mediante contrato de trabajo, cuando la principal función que realiza consistía en tramitar asuntos ante entidades públicas privadas, o aconsejar o preparar estudios para adelantar tramites.

### RESPONSABILIDAD SOCIAL

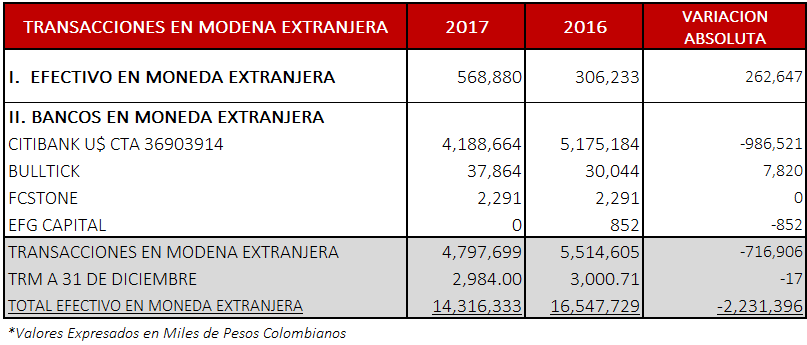
### Literal c

Acciones y Valores S.A. con el objetivo de contribuir a la gestión social, para el año 2017 hizo las siguientes donaciones:



### EFECTIVO Y EQUIVALENTE DE EFECTIVO EN MONEDA EXTRANJERA

Literal e) Los dineros u otros bienes que la sociedad posee en el exterior y las obligaciones en moneda extranjera, se incluyeron los saldos a 31 de Diciembre de 2017.



|  |
| --- |
| Estas transacciones juegan un papel muy importante en la operatividad como intermediario cambiario , para el año del 2017, el rubro de moneda extranjera , presenta una variación en $716.906, pesos; representado en el efectivo depositado en las cajas de las agencias cuyo destino es la compra y ventas de divisas, en la cuenta Bancaria constituida en CITIBANK, a 31 diciembre hay un deposito de 4.188.664, el cual presenta una disminución de USD -986.521, con referencia al saldo del año 2016 ,originado por el ingreso y salida de la divisa |
| La Sociedad obtuvo una prima por parte de Western Unión Financial Services Inc. por concepto de la extensión del contrato de representación por un periodo de ocho (8) años iniciando en 2014, de Siete millones de dólares (USD7’000.000), de los cuales se amortizó una octava parte (875.004) en el año 2014, 2015 ,2016 y este mismo monto en el, hasta el año 2021. Cuyo saldo por amortizar es de USD 3.499.984, registrado como una cuenta por pagar |

### INVERSIONES A VARIACIÓN PATRIMONIAL CON CAMBIOS EN EL ORI - INSTRUMENTOS DE PATRIMONIO

*litrera f*



De acuerdo con la finalidad l numeral 3.3.1. del Capítulo I – 1 de la Circular Básica Contable y Financiera emitido por la Superintendencia Financiera en Diciembre de 2014 a través de la Circular Externa 034, las inversiones obligatorias en valores participativos que deben mantener las sociedades comisionistas de bolsa de valores y las de bolsa de bienes y productos agropecuarios y agroindustriales o de otros commodities como miembros de las respectivas bolsas, deberán clasificarse como disponibles para la venta, medirse por su variación patrimonial, no podrán ser objeto de negociación en ningún momento dada su vocación de permanencia, y no podrán ser reclasificadas, clasificadas es este rubro las Acciones de la Bolsa de valores de Colombia.

En este segmento se encuentran clasificadas otras inversiones, Cámara de Compensación de Divisas y Cámara de Riesgo Central de Contraparte, que no son de carácter obligatorio, y podrán ser objeto de negociación. Estas inversiones tienen el propósito de no enajenarse durante el período próximo de 6 meses.

Las acciones de la BVC cerraron con un valor de $6.20, presentando un incremento cuya variación es $13.148.243

Las CCD cerraron en un valor intrínseco $2.56, las acciones de $1.12; en 01-Nov-2017 se adquirieron 453.254.171 acciones producto de la oferta realizada por la liquidación de la Compañía Profesionales de Bolsa a un precio de $2 por acción.

La presentación en el estado de situación financiera de estas inversiones está basada en la metodología de valoración patrimonial, el cual se aumenta o disminuye el costo de adquisición en el porcentaje de participación que corresponda al inversionista sobre las variaciones subsecuentes del patrimonio de la respectiva entidad emisora, afectando cambios en el patrimonio, ganancias o pérdidas no realizadas (ORI).

A la fecha de la presentación de este informe no tenemos conocimiento de que haya ocurrido suceso o acontecimiento que afecte sustancialmente los estados financieros o las divulgaciones en las notas a los mismos por el año terminado en 31 de diciembre de 2017 o que, aún cuando no haya afectado tales estados financieros o notas, haya originado, o es posible que origine, algún cambio de importancia, adverso o de otra naturaleza, en la posición financiera, en los flujos de efectivo o en los resultados de operaciones de la Sociedad. No tenemos ningún proyecto que pueda afectar significativamente el valor en los libros o la clasificación de los activos y pasivos.

# **GESTIÓN DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS**

Con el propósito de informar a cabalidad a la honorable Asamblea General de Accionistas de Acciones & Valores S.A., anualmente, la Alta Gerencia de realiza un reporte que expone los principales riesgos a los cuales se encuentra expuesta la compañía, en el desarrollo de su operación en el Mercado Financiero colombiano; los eventos de importancia significativa y de Riesgo de Liquidez, de Mercado, de Crédito, Contraparte y Operativo presentados durante el año 2017, y la Gestión y Administración ejecutada por el Área de Riesgos frente a ellos.

### GESTIÓN DE RIESGO DE MERCADO

En términos de Riesgo de Mercado, definido como la posibilidad de que las entidades incurran en pérdidas asociadas a la disminución del valor de sus portafolios, las caídas del valor de los Fondos de Inversión Colectiva o Portafolios Administrados, por efecto de cambios en el precio de los instrumentos financieros, en los cuales se mantienen posiciones dentro o fuera del balance. Acciones & Valores S.A. posee un Sistema de Administración de Riesgo de Mercado (SARM), cuyo objetivo es identificar, medir, monitorear y controlar eficazmente este riesgo, por medio de un conjunto de políticas, procedimientos, metodologías de medición y mecanismos de seguimiento y control interno.

La Gestión de Riesgo de Mercado de los Recursos Propios y Administrados, además de todas aquellas operaciones en las cuales Acciones & Valores S.A. participe, hacen parte del sistema integral del SARM y se rigen principalmente por el contenido de la del Circular Básica Contable y Financiera, sus Anexos y todos los controles adicionales que los órganos de administración y control consideren pertinentes.

* **EVENTOS DE RIESGO MERCADO PRESENTADOS AÑO 2017**

En el contexto internacional, se presentaron ganancias generalizadas en el 2017 especialmente en el mercado accionario americano el cual acumuló cerca de un 34% de valorización, impulsado por los buenos resultados de las compañías del sector de la tecnología y la salud, y por las mejores expectativas de crecimiento económico, luego de la aprobación de la reforma tributaria en Estados Unido. Esto ha llevado a que los recursos se direccionen hacia el mercado de los bonos soberanos americanos que se acercan a niveles máximos. En cuanto a los Bancos Centrales, la Reserva Federal (FED) continúa su ciclo de aumentos graduales de tasas de interés en medio de un mercado laboral que llega niveles del 2008, con una tasa de desempleo básica del 4,1%, compensado por aumentos en los salarios (Salario promedio por hora +2.4% Anual), la inflación por gasto de consumo (PCE Index +1.4% Anual) permanece por debajo del objetivo del 2% de la FED pero podría llegar a este nivel para final de este año. Por otro lado, el crecimiento económico en la Eurozona avanza hasta 2.7% Anual y persisten presiones alcistas sobre el Euro impulsadas por la posible finalización del Quantitative Easing y de la política monetaria contractiva.

En cuanto a la economía colombiana, el país permanece con un crecimiento económico bajo sobre el 1.7% para el 2017, gracias al bajo dinamismo de la demanda agregada que fue afectada el año pasado por la implementación de la reforma tributaria y los cambios de decisiones de consumo de los hogares luego del shock petrolero que afectó la economía desde el 2014. La inflación continua con su tendencia a la baja y se encuentra dentro del rango meta del Banco de la República sobre el 3.70% (12 meses), y podría estabilizarse sobre el 3.4% para el fin de año. En cuanto al mercado laboral, la tasa de desempleo se ubica sobre en 8.6 % con ciertas presiones a la baja, pero parece estar siendo apoyada por cambios en el empleo no urbano. En el contexto externo, la balanza comercial continúa dando señales de mejora y el dólar parece consolidarse por debajo del nivel psicológico de los $3.000 COP este inicio de año hacia un rango de ($2. 900 - $2.816), en medio de precios del crudo sobre los $60 dólares por barril, un ambiente de mayor apetito al riesgo y de movilización de capitales hacia países emergentes. Así las cosas, en 2018 el PIB se podría ver impulsado por una mejora en el consumo agregado y la inversión, ayudado por los recortes de tasa de interés de intervención por parte del Banco de la república (4.5%), pero permanecen riesgos en cuanto a las elecciones presidenciales en Colombia, un posible rebote a la baja en los precios del crudo y la velocidad de los aumentos de la tasa de interés de la Reserva Federal.

* **CONTROLES EN LÍNEA**

Durante el año 2017, el Área de Riesgos a perfeccionado los controles y seguimientos de las operaciones en línea que se realizan en los mercados de Renta Fija, Renta Variable, Divisas y Derivados sobre las operaciones propias y de terceros, debido a las nuevas tecnologías e información proporcionada por la BVC , por intermedio de su sistema de conectividad SAE, y la información en línea descargada desde el SET-FX, X-Stream y SIOPEL, las cuales permiten realizar reportes en tiempo real, los cuales son de gran importancia para el área de riesgos, ya que facilita la gestión del riesgo inherente a las operaciones financieras, así como la administración y prevención de inversiones en activos poco recomendados y que presentan altas volatilidades, dadas las condiciones del mercado y la coyuntura económica.

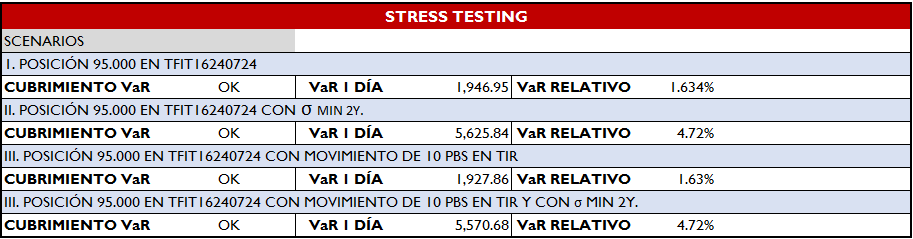
Así las cosas, en 2017 se fortalecieron todos los controles de riesgos financieros, que permitieron una mejor gestión en términos de mitigación de riesgos, lo cual fue resaltado por la calificadora Fitch en su informe anual.

Se crearon monitoreos en línea para los operadores de la posición propia, los cuales permiten detectar la posición abierta que tenia del día anterior frente a lo que está operando en el día, de forma tal que se pueda controlar en tiempo real los límites de posición y de VaR. En total se generaron aproximadamente 20 alertas a los operadores de posición propia sobre niveles alcanzados previos al stop loss. Teniendo en cuenta que se acogieron en su totalidad y se tomaron las acciones respectivas.

Por otro lado, se actualizaron los modelos de VaR interno de comisionista, con el fin de implementar los mejores estándares en riesgo de mercado. Es este se implementaron modelos de Stress Testing, los cuales permiten medir la eficiencia del modelo ante escenarios de estrés. Los escenarios contemplados son:

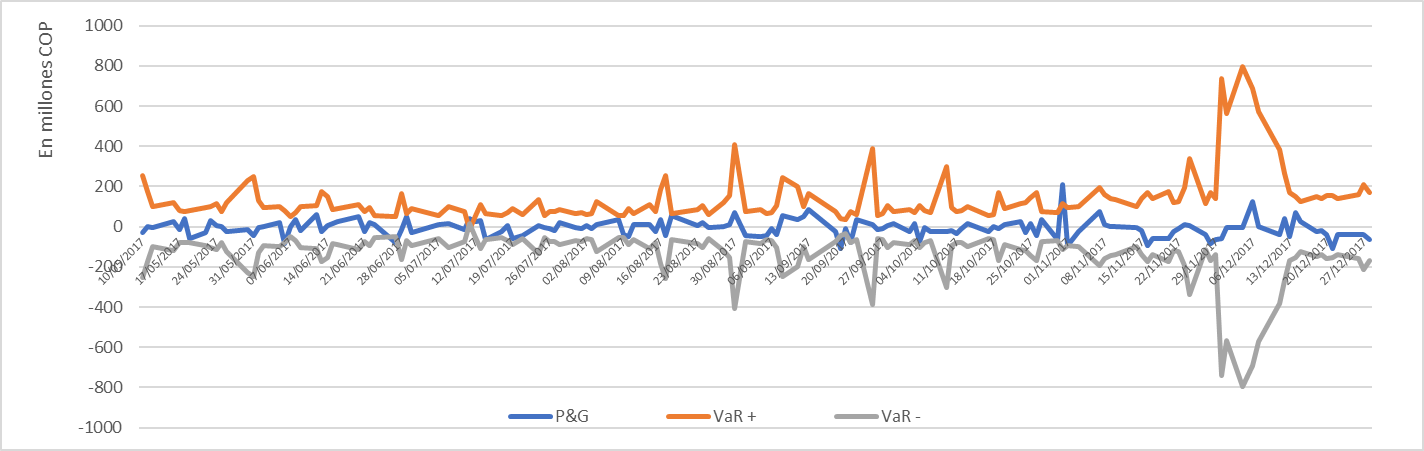
1. Posición máxima autorizada en términos de los TES de referencia.
2. Posición máxima autorizada en TES de referencia, con volatilidad mínima de dos años.
3. Posición máxima autorizada en TES de referencia, con un movimiento en 10 pbs en su TIR.
4. Posición máxima autorizada en TES de referencia, con un movimiento en 10 pbs en su TIR y volatilidad mínima de dos años.

*TABLA 5. STRESS TESTING VaR INTERNO*



Así mismo se estructuró un Backtesting de forma tal que se pueda evidenciar en que momentos históricos el modelo no cubrió eficiente el P&G negativo con el VaR. En el año 2017, solo una vez se presentó este caso.

*GRÁFICA 2. BACKTESTING VaR INTERNO*



Se fortalecieron los monitoreos sobre los portafolios de los fondos de inversión colectiva en Bloomberg, desarrollando una herramienta que permite a Bloomberg tomar todos los títulos no estandarizados en tasa fija. Así mismo, se generan informes diarios sobre el comportamiento de los títulos que componen el portafolio.

*ILUSTRACIÓN 1. CONTROLES BLOOMBERG*



Se implemento la compensación de repos por la CRCC, adicionando controles que permiten que el cliente tenga las garantías necesarias para tener este tipo de productos y opere los activos autorizados por Acciones & Valores para tal fin.

Así las cosas, los controles del área de riesgos se encuentran para el Producto Trading – Algorítmico, recurso propio y para los fondos de inversión colectiva (FIC’S) con el objetivo de maximizar las ganancias de la entidad y limitar las pérdidas de los riesgos involucrados en la operación de estos Productos. Gracias a una plataforma de Bloomberg se puede ver en línea la exposición al riesgo, pérdidas y ganancia como también algunos estudios y análisis a los portafolios de acciones que se tienen en Acciones & Valores.

* **MODELO INTERNO RIESGO DE MERCADO (VOLATILIDADES)**

El área de riesgos calibro el modelo interno de riesgo de mercado, la volatilidad de distintos factores de riesgo a los cuales la compañía se encuentra expuesta; Para ello, el área de riesgo se encargó de replicar el comportamiento de los activos disponibles para inversión en un número más reducido de índices entre los cuales están: índices de deuda pública colombiana, índices de deuda privada, acciones representativas, acciones internacionales, precios de commodities, entre otros. Así las cosas, se calculan volatilidades con la metodología GARCH, que incluyen volatilidades dinámicas y asimetrías dependiendo de la tendencia del mercado; Estos índices son usados como insumos en los modelos internos de riesgo de mercado. Adicionalmente las pruebas de stress testing y backtesting son realizadas periódicamente, con el fin que su medición sea lo más acercada a las condiciones coyunturales del mercado.

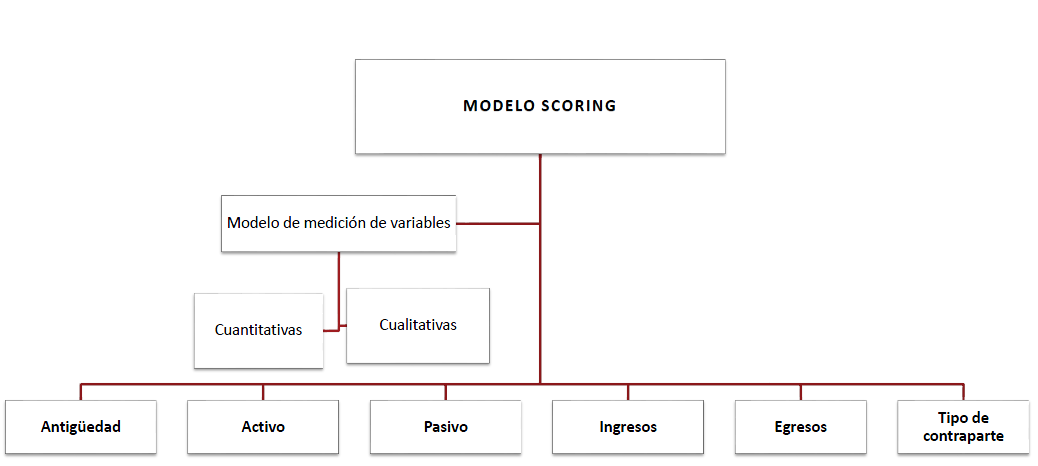
### GESTIÓN DE RIESGO DE CONTRAPARTE.

Para la medición de los riesgos de crédito y contraparte, se realizarán análisis constantes de orden cuantitativo y cualitativo de las entidades con las cuales Acciones & Valores S.A. efectúa operaciones**.**

El Área de Riesgo posee un modelo interno de asignación de cupos para las entidades emisoras (cupos de crédito o de emisor) y aquellas con las que se realicen operaciones (cupos de contraparte). La actualización de estos resultados y la validación del modelo se efectúan cada trimestre. La metodología se basa en el modelo CAMEL que incluye los siguientes factores cuantitativos: capital (C), calidad del activo (A), administración (M), ganancias (E), y liquidez (L), estos se encuentran calculados a partir de la información de los Balances y Estados Financieros publicadas de manera mensual en el portal en línea de la Superintendencia Financiera. Los indicadores evaluados en conjunto logran reflejar la situación al interior de una Entidad, para analizar la viabilidad de los otorgamientos de cupos de inversión.

Por otro lado, se determina el cupo de operación de los clientes por medio de un modelo score, el cual toma variables cuantitativas y cualitativas para determinar el monto máximo en el que puede realizar operaciones en la compañía.

*ILUSTRACIÓN 2. MAPA CONCEPTUAL MODELO SCORING- RIESGO DE CONTRAPARTE*



El área de riesgos actualizo este modelo, donde los indicadores para el cálculo de cada factor cuantitativo dependerán del tipo de entidad de la cual se esté realizando el análisis, de esta forma se personaliza más el modelo para cada tipo de entidad.

### GESTIÓN DE RIESGO DE LIQUIDEZ

Acciones y Valores S.A. Comisionista de Bolsa, en el desarrollo de su actividad de administración, posee un Sistema de Administración de Riesgo de Liquidez (SARL) establecido como un conjunto de herramientas dentro de su sistema general de Administración de riesgos asociados.

El SARL contiene el conjunto de políticas aprobadas por la Junta Directiva y el Comité General de Riesgos que constituyen el marco general para su aplicación en las líneas de productos ofrecidas por la firma Comisionista a sus clientes.

La Administración de Riesgo de Liquidez de los Recursos Propios, Posición Propia, APTs, carteras colectivas y todas aquellas operaciones en las cuales Acciones y Valores S.A. actúe como contraparte, hacen parte del sistema integral del SARL y se rigen principalmente por el contenido de la del Circular Básica Contable y Financiera, sus Anexos y todos los controles adicionales que los órganos de administración y control consideren prudenciales.

* **MODELO INTERNO RIESGO DE LIQUIDEZ**

De acuerdo con el Anexo 2 del Capítulo VI de la Circular Básica Contable y Financiera, el Área de Riesgos de Acciones & Valores S.A. calcula de manera diaria el Indicador de Riesgo de Liquidez (IRL) para la operación de la compañía. Este indicador se determina a partir de los Activos Líquidos (AL) a la fecha y el Requerimiento de Liquidez de la posición propia (RLpp), entendido como la diferencia entre las posiciones activas (FOApp) y pasivas (FOPpp) en operaciones repos, simultáneas y transferencia temporal de valores con fecha de cumplimiento en la primera banda temporal (un día), así como las operaciones relacionadas de acuerdo con lo definido en el capítulo XIX de la circular básica contable.

De esta manera, el Área de Riesgos mantiene la consideración en la necesidad de un análisis más profundo, implementado de manera paralela, de las variables que afectan la liquidez de la compañía. Así las cosas, se busca monitorear diariamente el riesgo de liquidez asociado a la operación, y los indicadores sujetos a la misma. Dicho análisis consiste en un seguimiento de los compromisos con fecha de cumplimiento en el corto plazo (Banda 1), en base a los cuales se implementa un sistema de alertas tempranas. Lo anterior, considerando que dichos compromisos representan una mayor ponderación y necesidad de liquidez para la compañía, y, de manera adicional, un seguimiento de los Requerimientos de liquidez a todos los plazos.

**Información Relevante**

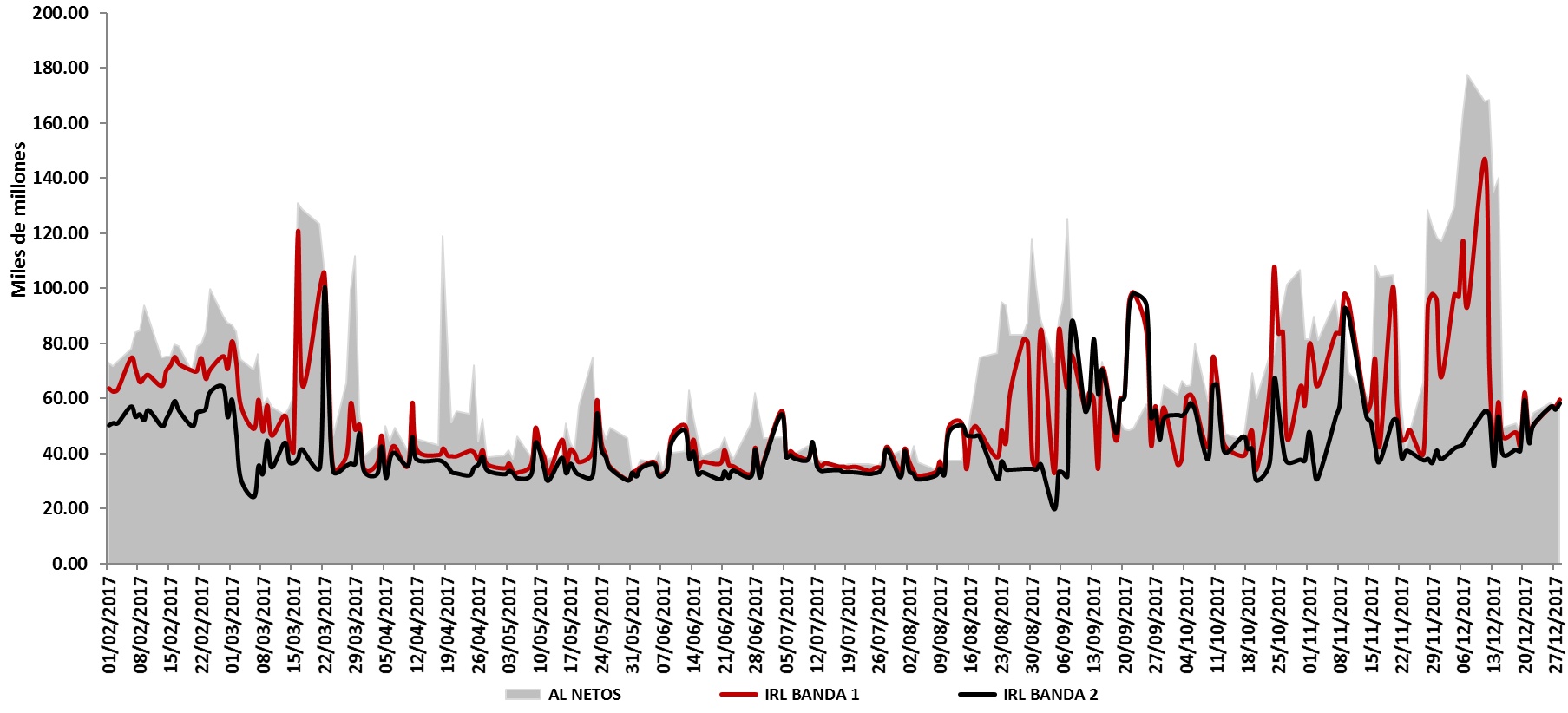
A partir de los controles y el monitoreo realizado es posible llevar un registro completo de los principales indicadores de liquidez de la operación. Dicho esto, de manera diaria se consolidan registros correspondientes a:

* Valor del Portafolio de Posición Propia.
* Valor del Portafolio de Recurso Propio.
* Activos Líquidos.
* Total, Simultáneas Pasivas en Banda 1.
* Total, Simultáneas Activas en Banda 1.
* Total, Repos Activos en Banda 1.
* Total, Repos Pasivos en Banda 1.
* Total, Simultáneas Pasivas.
* Total, Simultáneas Activas.
* Total, Repos Pasivos.
* Total, Repos Activos.
* **INDICADOR DE RIESGO DE LIQUIDEZ (IRL)**

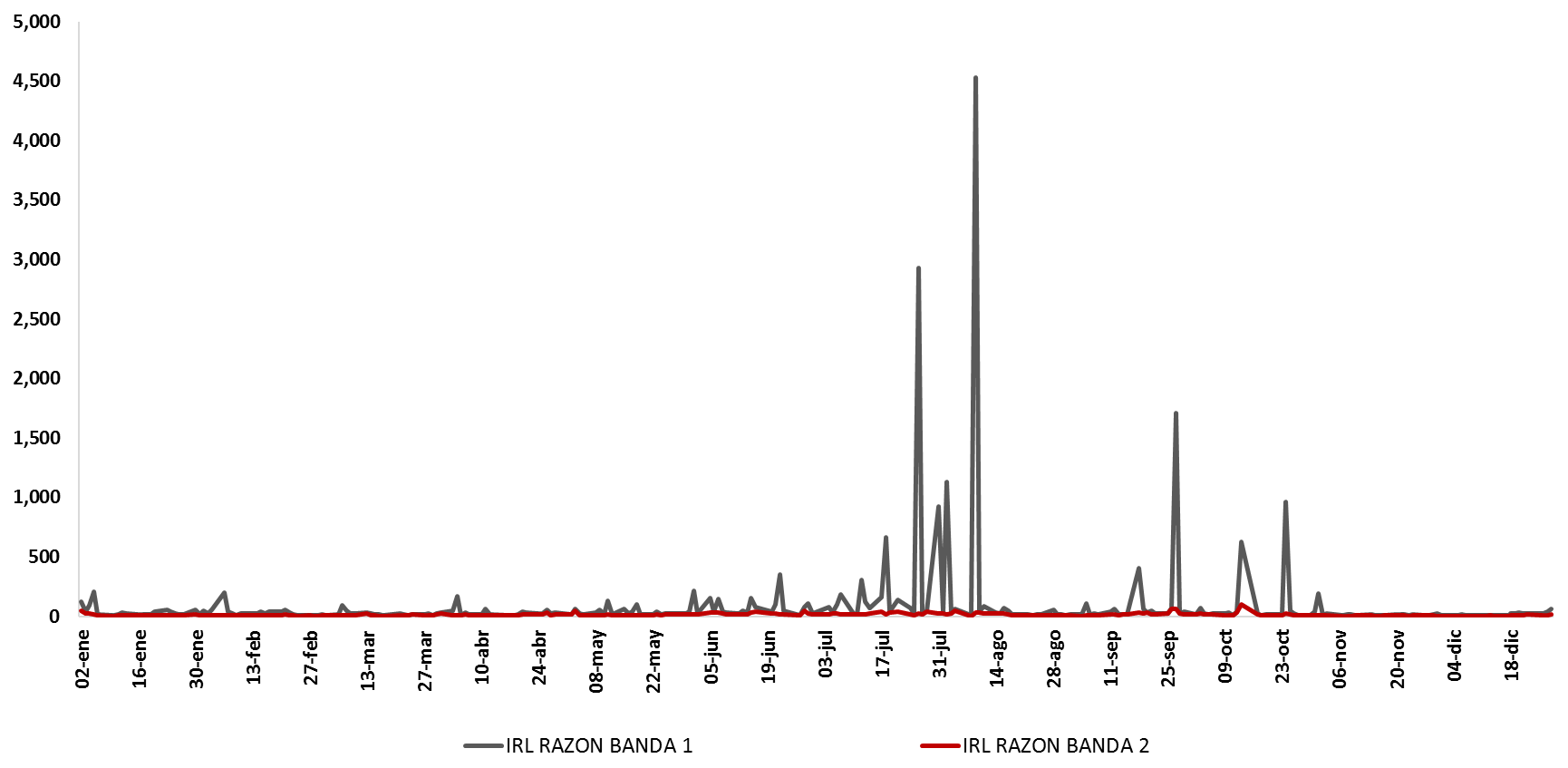
Se construyó un índice que mide la exposición al riesgo más cercano (Banda 1). Este indicador se construye a partir de la suma entre el valor del portafolio de posición propia, los activos líquidos los compromisos activos en la Banda 1 menos los compromisos pasivos en la Banda 1. Cuando este indicador se encuentra en niveles por debajo del percentil 95, se presenta un escenario de riesgo de liquidez. A partir de las señales de alerta determinadas, es posible consolidar un plan de acción para mitigar el impacto de dichas situaciones.

A continuación, se presentan los Activos Líquidos, y el Indicador de Riesgo de Liquidez (Monto), expresado en las dos principales bandas a lo largo del año 2016. Como se puede ver, a pesar de la alta volatilidad en los mercados y en la operación de la compañía, no se presentaron escenarios de alto riesgo plasmado en una disminución considerable de los niveles de liquidez de la compañía para responder por las obligaciones adquiridas.

*GRÁFICA 3. INDICADOR DE RIESGO DE LIQUIDEZ POR BANDA 1 Y 2 DE TIEMPO*



*GRÁFICA 4. INDICADOR DE RIESGO DE LIQUIDEZ CALCULADO EN TÉRMINOS DE RAZÓN*



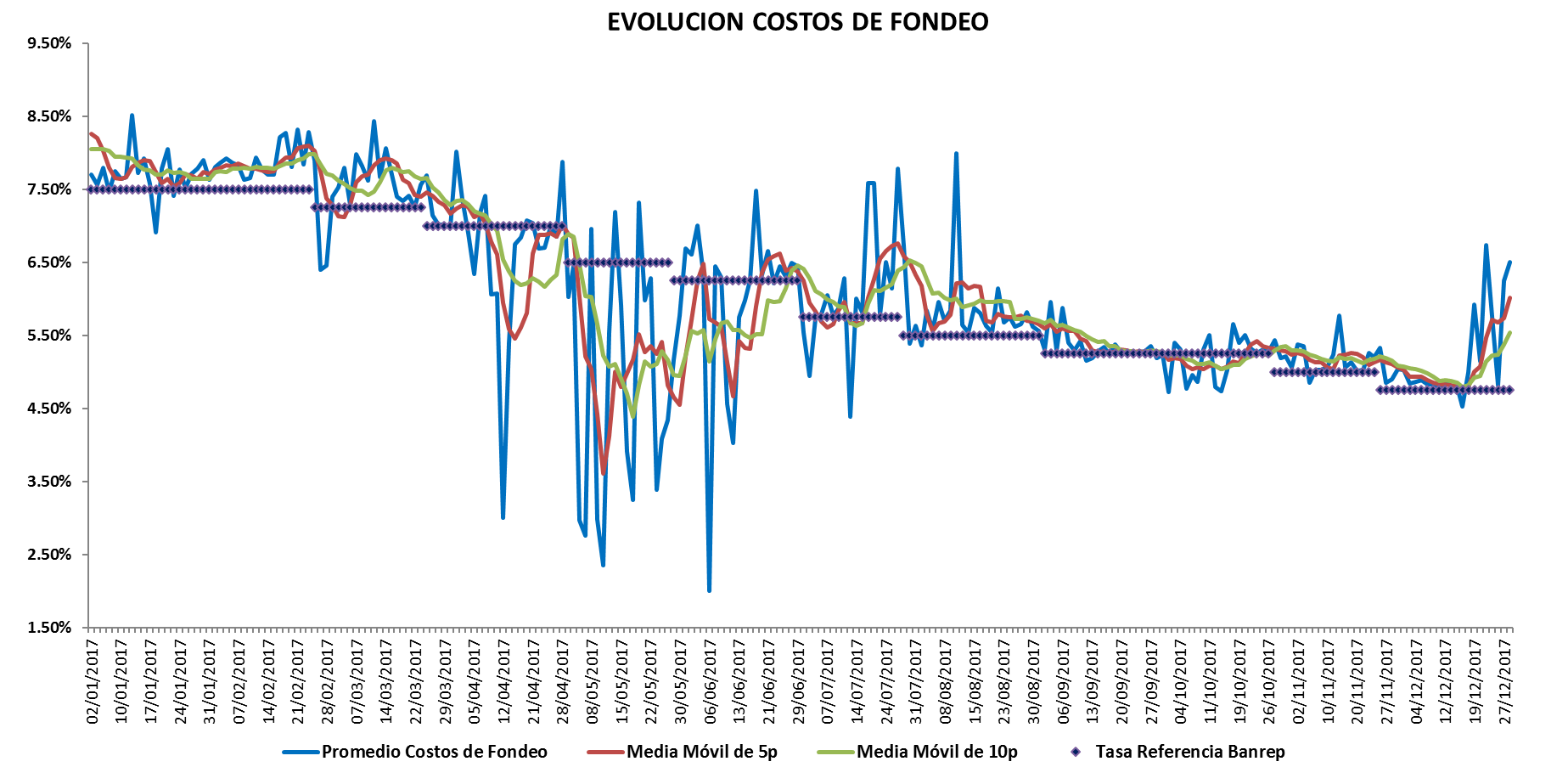
**Concentración en las bandas**

De manera paralela, se realizó un seguimiento a la concentración de las operaciones a plazo a lo largo de las bandas (de plazos). El área de riesgos evalúa que no se tengan operaciones con vencimientos superiores a 8 días en las bandas correspondientes, como también que no se presente una alta concentración en una sola banda.

Costos de fondeo

El área de riesgos evalúa los costos de fondeo a los que están expuestos los corredores de Acciones & Valores. Estos costos de fondeo se encuentran relacionados con la tasa de referencia del Banco de la Republica, la cual se situó en promedio en 6.11% durante el año. De esta manera, los costos de fondeo oscilaron entre niveles de 12% y 0% con un promedio de 6.80%.

*GRÁFICA 5. EVOLUCIÓN COSTOS DE FONDEO*



* **MODELO DE LIQUIDEZ PARA FONDOS DE INVERSIÓN COLECTIVA (FIC´s)**

En materia de Fondos de Inversión, el área de riesgos realiza un monitoreo diario de la capacidad de cada uno de estos para responder por sus compromisos, además de los movimientos de adiciones, y retiros por parte de los clientes. De esta manera, y en comunión con los controles normativos (Superfinanciera), se tiene un modelo de Stress y Backtesting, con el que se busca pronosticar los posibles movimientos de los recursos de los fondos al largo de un periodo de tiempo, además de la consolidación de distintos escenarios bajo los cuales se pone a prueba la liquidez de los FICS.

De esta manera, y a manera de gestión en el año se realizó la prueba de kupiec para la validación del modelo para cada uno de los FICS. Como se puede observar, el modelo implementado para los FICS se adecua de manera efectiva a las externalidades a las cuales están sujetos los recursos de los Fondos. De igual manera, se puede ver que los errores del modelo al pronosticar los movimientos de mercado no son significativos estadísticamente.

* Accival Vista





* Accival Balanceado





* Accival Nación



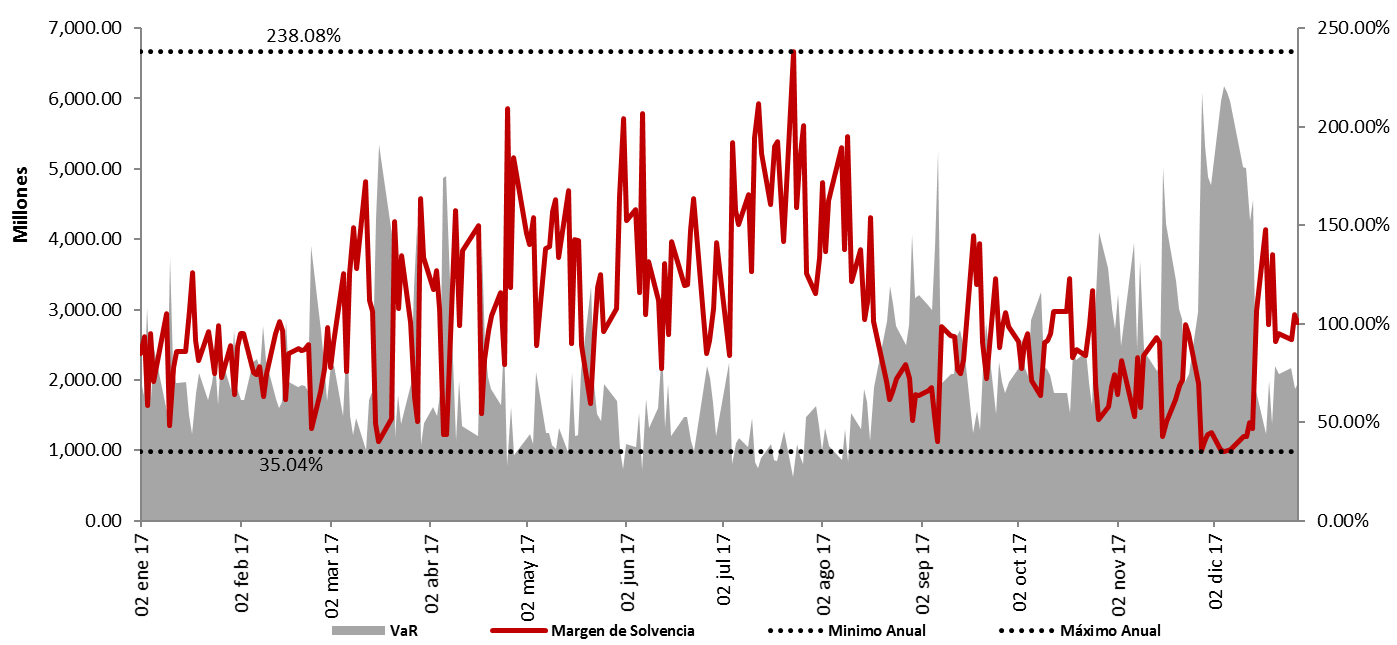


* **MARGEN DE SOLVENCIA**

El área de riesgos monitorea el margen de solvencia establecido por la superintendencia financiera para las comisionistas de bolsa (9%), teniendo en cuenta escenarios de stress para poder tener margen de maniobra.

Así las cosas, durante el 2017, la Relación de Solvencia de la compañía, se ubicó en promedio en 107.10%, superior al mínimo normativo del 9%, y a la señal de alerta de 10%. De igual manera, el indicador oscilo entre los niveles de 36.42% y 247.68% a lo largo del año que termina.

*GRÁFICA 5. EVOLUCIÓN ÍNDICADOR RELACIÓN DE SOLVENCIA Y SUS COMPONENTES*



* **SEGUIMIENTO OPERACIONES Y PORTAFOLIOS (CLIENTES Y COMISIONISTA)**

Teniendo en cuenta las oportunidades de mejora del monitoreo efectuado por el área de riesgos, se realizaron nuevos informes para realizar un efectivo seguimiento de las operaciones realizadas por parte de clientes y por parte de la Posición Propia.

Por otro lado, teniendo en cuenta el decreto 766 de mayo de 2016 y las disposiciones del Autorregulador del Mercado de Valores, el área de riesgos calcula trismetralmente los cupos para terceros y la Junta Directiva aprueba aquellos que exceden el 30% del patrimonio técnico.

### GESTIÓN DE RIESGO OPERATIVO

El Riesgo Operativo busca minimizar la posibilidad de incurrir en pérdidas por deficiencias, fallas o inadecuaciones, en el recurso humano, los procesos, la tecnología, la infraestructura o por la ocurrencia de acontecimientos externos. Se incluye a su vez el riesgo legal y reputacional, asociados a tales factores.

Acciones & Valores dando cumplimiento a los requerimientos establecidos por la Superintendencia Financiera en el capítulo XXIII de la Circular Externa 100 de 1995, implementó un Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO) que comprende las políticas, procedimientos, documentación, estructura organizacional, registro de eventos, órganos de control, plataforma tecnológica, divulgación de información y capacidad, mediante los cuales se identifican, miden, controlan y monitorean los riesgos operativos.

* **SISTEMA DE ADMINISTRACIÓN DE RIESGO OPERATIVO DE ACCIONES & VALORES S.A.**

La Gestión de Riesgo Operativo en Acciones & Valores, incorpora la adopción de buenas prácticas y el mejoramiento de los procesos, a través de un esquema y plan de cultura orientada a la gestión de los riesgos.

**Mapa de Procesos**

Acciones & Valores S.A. Identifico los riesgos operativos bajo el enfoque por procesos. Se dividieron los procesos de la organización en: estratégicos, misionales, de apoyo y, supervisión y control alineados en el cumplimiento de los objetivos corporativos de la Compañía y teniendo en cuenta las Líneas de Negocio.

Para la identificación de riesgos, se contemplaron los siguientes tipos de riesgos:

* **Riesgo Estratégico:** Son las perdidas ocasionas por definiciones estratégicas inadecuadas y fallas en la integración del modelo de operación con el direccionamiento estratégico que conllevan al incumplimiento de los objetivos estratégicos de la organización.
* **Riesgo Operativo:** Se entiende por Riesgo Operativo, la posibilidad de incurrir en pérdidas por deficiencias o fallas, en el recurso humano, los procesos, la tecnología, la infraestructura o por la ocurrencia de acontecimientos externos, que pueden afectar el normal funcionamiento de la organización.
* **Riesgo Legal:** Se entiende como la posibilidad de pérdida en que incurre la organización al ser sancionado u obligado a pagar indemnizaciones como resultado del incumplimiento de normas o regulaciones y obligaciones contractuales.
* **Riesgos Reputacional:** Es la posibilidad de pérdida en que incurriría Acciones y Valores S.A. por desprestigio, mala imagen, publicidad negativa, cierta o no respecto de la compañía y sus prácticas de negocios, que cause pérdida de clientes o usuarios, disminución de ingresos o procesos judiciales en su contra.

Para la medición de la identificación la Unidad de Riesgo Operativo actualizó la tabla de probabilidad e impacto para así lograr una medición cuantitativa de los riesgos operativos de los procesos que realiza.

Acciones & Valores S.A., tiene establecido un inventario de posibles eventos que pueden afectar negativamente las operaciones ordinarias de la compañía, que se encuentran incluidos en le herramienta tecnológica de Administración de Riesgo Operativo (RO). Estos eventos pueden evitar, degradar, retrasar o potenciar el logro de los objetivos de la firma.

Una vez se identifican los eventos que se pueden materializar, se establece las posibles causas que pueden hacer que el evento suceda.

Los dueños del proceso y la Coordinación de riesgo operativo son responsables de identificar los posibles eventos que se puedan presentar, o que se hayan presentado, lo deben hacer por intermedio de los líderes de los procesos entendiéndose como los líderes de los procesos Gerentes, Directivos y coordinadores de área.

* **MONITOREO RIESGO OPERATIVO**

Se llevó a cabo el seguimiento a los planes de acción definidos para los eventos de riesgo materializados a través del monitoreo de los eventos subsiguientes, donde se evaluó la reducción de la presencia de eventos, el control de las vulnerabilidades y la obtención de resultados satisfactorios; esto es reportado por el área de riesgo en los informes de Eventos de Riesgo.

En cuanto a los controles existentes y los diseñados en los planes de tratamiento, se lleva a cabo el monitoreo de estos por parte de la Unidad de Riesgo Operativo mediante el seguimiento y revisiones periódicas efectuadas, revisando la efectiva aplicación y gestión que cada proceso hace a las actividades de control de tal manera que no se lleguen a presentar eventos de riesgo operativo que presenten deficiencias el grado de control de cada proceso.

* **ELEMENTOS DEL SARO**

El Sistema de Administración de Riesgo Operativo de Acciones & Valores cuenta con unos elementos, a partir de los cuales se espera cumplir con los objetivos enfocados a la gestión efectiva del riesgo, entre los que se destacan:

1. **Políticas**

Acciones & Valores S.A. determinó los lineamientos generales que debe aplicarse al sistema de Administración de Riesgo operativo para permitir un funcionamiento eficiente, efectivo y oportuno.

Estas políticas están relacionadas en reglas de conducta y procedimiento para orientar la actuación de la firma, estas son:

* Propender por el fortalecimiento de una cultura de administración de los riesgos operativos, para crear conciencia colectiva sobre los beneficios de su aplicación y de los efectos nocivos de su desconocimiento.
* Todas las personas vinculadas tienen el deber de conocer y cumplir las normas internas y externas relacionadas con la administración de los riesgos operativos, asegurando su comprensión y cumplimiento de estas.
* Los eventos de riesgo que se materialicen deben ser reportados y revelados por las diferentes áreas para su posterior análisis.
* La notificación de los riesgos operativos materializados puede ser enviado por correo electrónico o mediante el formulario por SITES para realizar oportunamente los ajustes pertinentes en los planes de mejoramiento.
* Desarrollar· e implementar· planes de contingencia para asegurar la continuidad de los procesos, en los eventos de materialización de riesgos que afecten la obtención de los objetivos corporativos y los intereses de los clientes.
* Cuando la materialización del evento genera pérdidas, la Unidad de Riesgo Operativo debe documentar y reportar al Gerente de Riesgos y a los Jefes de Área involucrados las conclusiones del reporte. El Área de Riesgo y/o Jefe de Área deben dar la autorización al Área de Contabilidad si esta pérdida afecta el gasto operativo.

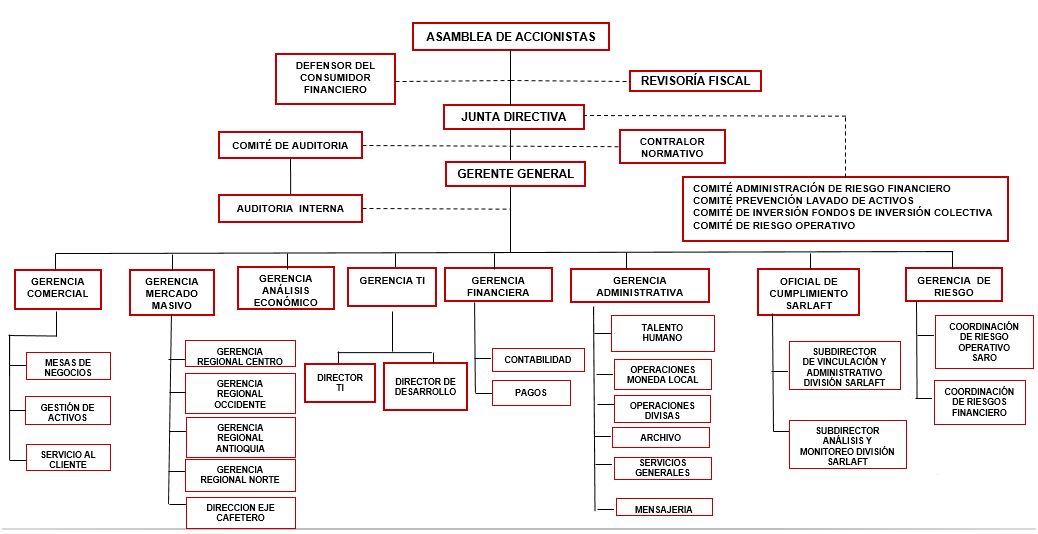
1. **Procedimientos y Documentación**

Durante el año 2017 se llevó a cabo la revisión y actualización de la documentación que soporta la gestión de riesgos en la organización, tomando como referencia el mapa de procesos para tener una base documental sólida que permita facilitar la gestión de riesgos realizada por la Unidad de Riesgo Operativo.

De igual manera para el año 2017 se utilizó como en el año 2016 la intranet para el reporte de los eventos de riesgo operativo materializados mediante la herramienta que está enfocada a la identificación y reporte de los Eventos de Riesgo Operativo que se pueden generar en el desarrollo de los diferentes procesos y que busca generar una mayor trazabilidad a cada uno, de manera que se puedan establecer los planes de acción con cada una de las áreas.

Además del formulario anteriormente mencionado, se tiene como medio para el reporte de eventos el correo electrónico de los funcionarios que conforman la coordinación de riesgo Operativo, para canalizar de esta manera los eventos materializados.

* **ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL**

*ILUSTRACIÓN 3. ESTRUCTURA ORGANIZACIONAL*

* **REGISTRO DE EVENTOS**

Durante el año 2017 se registraron 1360 eventos de riesgo operativo que representaron una pérdida neta de $ 322.840.868,56, de los cuales el mayor generador es mercado masivo representando el 68% de los eventos de riesgo y el 87% de las pérdidas netas. En comparación con el año 2016 se tuvo un aumento del 39% de los eventos de riesgo debido al aumento de descuadres en caja en las agencias y un aumento del 65% de las pérdidas netas derivadas de los eventos de fraude interno y fraude externo materializados.

*GRÁFICA 6. NÚMERO DE EVENTOS vs PÉRDIDAS NETAS*

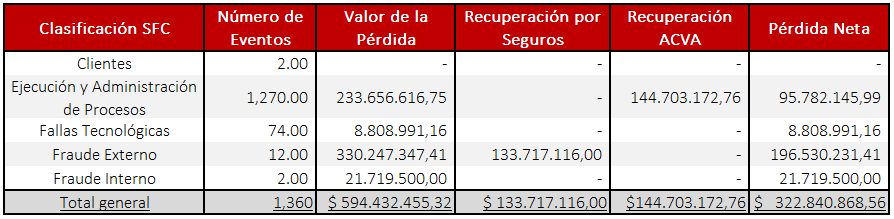
* Para el año 2017 se presentó un incremento del 40% en los eventos de riesgo reportados, que se debió al aumento de registro de anulaciones de operaciones en bolsa (227 anulaciones) y el incremento en el 79% de los descuadres en la caja de las agencias.
* En el 2017 se presentó un aumento del 65% de las pérdidas netas derivadas de los eventos materializados de fraude interno **$ 21.719.500,00** y fraude externo **$196.530.231,41**
* Se obtuvieron recuperaciones en el año 2017 por valor de **$ 301.842.772,32** de las cuáles se aplicaron **$ 23.422.483,56**al año 2016 y **$278.420.288,76** al año 2017así:

- **Recuperaciones por seguros:** $ 133.717.116,00

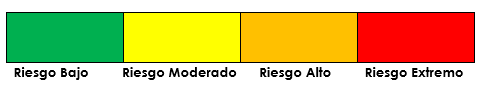
- **Recuperaciones de ACVA:** $ 144.703.172,76

Para finalizar el año 2017 los resultados totales por clasificación SFC corresponde a:

*TABLA 5. DETALLE RESULTAOS POR CLASIFICACIÓN SFC*



* **40%** de las pérdidas por Hurto del año 2017 se recuperaron por el seguro
* **62%** de las pérdidas por Deficiencia en la ejecución de procesos fue recuperado, debido a reintegros por descuadres en caja.
* De las pérdidas por fraude interno no se obtuvieron recuperaciones, ya que se encuentran en proceso jurídico.
*  **MATRICES DE RIESGO 2017**



* **INDICADORES DE GESTIÓN**

*TABLA 6. INDICADORES DE GESTIÓN*

|  |  |  |  |  |  |
| --- | --- | --- | --- | --- | --- |
|  |  |  |  | **2017** |  |
|  |  |  |  |  |  |
| **# de Eventos Esperados para el Año 2017: 1412** | | | | **1360** | **META** | | **TOLERANCIA** | **ALERTA** |
| **<1412** | | **1412** | **> 1412** |
|  |  |  |  |  |
| **Var Riesgo Operativo para el Año 2017: $314.970.876 Este valor representa la perdida para el año considerando las recuperaciones** | | | | **$ 322.840.868** | **<$314.970.876** | | $ **314.970.876** | **>$314.970.876** |

El número de eventos para el año 2017 no se sobrepasa el nivel de tolerancia, por tal razón se está realizando seguimiento a cada gerencia regional frente a los descuadres y se está solicitando diligenciar el formulario diseñado por la coordinación de RRHH para tener en detalle lo sucedido cuando se presentan descuadres en caja y tener controlado el número de eventos que se presenten ya que este es el mayor generador en la organización.

El valor de la pérdida del año sobrepasa el nivel de tolerancia debido a que se presentó un fraude interno y un fraude externo con posible participación de un funcionario de Acciones y Valores, razón por la cual se llevó a cabo proceso con los funcionarios implicados y el caso de fraude interno se encuentra en proceso jurídico. Además, se está haciendo seguimiento a las gerencias regionales frente a descuadres y recuperaciones con montos inusuales que puedan evidenciar situaciones de fraude interno, reforzando los informes de los supervisores de red de manera tal que sean un insumo para la toma de decisiones y fortalecimiento de controles en los procesos de la organización.

*TABLA 7. INDICADOR DE RIESGO OPERATIVO*

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Categorías de riesgo residual por fuera del apetito \*** |  | **43%** |
| **Número Total de controles identificados** |  |

\*Categoría de Riesgo Residual por encima del Nivel de Riesgo Bajo.

|  |  |  |
| --- | --- | --- |
| **Controles Vulnerados** |  | **25%** |
| **Número Total de controles identificados** |  |

* **ÓRGANOS DE CONTROL**

Para el cumplimiento de los objetivos generales y específicos, establecidos, la Junta Directiva determinó las creaciones de las directrices y políticas que contemplan la conformación de comités especializados:

**Comité de Riesgo Operativo**

De acuerdo con el impacto significativo de las deficiencias o debilidades, los comités de control y la Junta Directiva serán responsables de tomar acciones correctivas o preventivas que permitan el mejoramiento continuo del Sistema de Control Interno, esta responsabilidad podrá delegarse en los líderes de los procesos conforme a su impacto.

Creación de un Comité de Riesgo Operativo (CRO), encargado de asegurar el completo apoyo a la función de la unidad de riesgo operativo (URO) en sus funciones, es una unidad de apoyo a la Administración en materia de Riesgo Operativo (RO).

Este comité está conformado por los siguientes funcionarios:

* Gerente General
* Gerente de Riesgo
* Gerente Financiero
* Gerente de Mercado Masivo
* Gerente Comercial
* Gerente Administrativo y Operativo
* Coordinador de Riesgo Operativo
* Analista de Riesgo Operativo

Durante el 2017 se realizaron las reuniones del comité en mención, con el objeto de evaluar los resultados de los informes presentados por la Unidad de Riesgo Operativo, representada por la Gerencia de Riesgo, donde se realizaron observaciones y se evaluó el cumplimiento de las instrucciones impartidas por la Junta Directiva y la Gerencia General, haciendo seguimiento sobre los riesgos identificados, los controles aplicados y las matrices definidas por la unidad de riesgo operativo.

* **PLATAFORMA TECNOLÓGICA**

Se cuenta con la herramienta CERO, para gestionar los riesgos, de manera que se puedan almacenar, controlar y validar mediante la administración de los procesos y los controles, generando de esta forma las matrices de riesgo por cada proceso implementado al interior de Acciones & Valores; los cuales están sujetos a evaluaciones periódicas por parte de las gerencias y comités respectivos y sobre las cuales de forma integral se estiman estrategias de optimización.

La definición de las matrices de riesgos se efectúa de manera conjunta con la actualización de procedimientos, con el fin de obtener resultados precisos, actualizados y oportunos, pues se evalúa al mismo tiempo la eficacia del proceso y la asignación de responsabilidades para cada cargo que ejecuta.

* **DIVULGACIÓN DE INFORMACIÓN Y CAPACITACIÓN**

**CERTIFICACIONES DE PROFESIONALES DEL MERCADO DE VALORES**

La certificación de profesionales se define como el procedimiento mediante el cual las personas naturales obligadas a inscribirse en el Registro Nacional de Profesionales del Mercado de Valores acreditan la capacidad técnica y profesional ante un organismo certificador. La certificación tiene dos componentes, a saber: un componente relacionado con la acreditación de la capacidad técnica y profesional y otro componente relacionado con la verificación de antecedentes personales.

Se llevó a cabo el seguimiento de la vigencia de aprobación de todas las modalidades de certificación con el fin de que se programara de manera oportuna la nueva citación para la presentación de la evaluación y de esta manera no se interrumpiera sus labores como promotor de negocios, para la determinación del indicador de gestión de comerciales por parte del área de riesgos.

**CAPACITACIONES**

El proceso de capacitación es para Acciones & Valores de gran importancia para garantizar el cumplimiento de la estrategia de nuestra organización, ya que tiene como función central la alimentación y el refuerzo de las capacidades de cada uno de nuestros colaboradores. Así mismo, mantener actualizados a los funcionarios de la compañía según las nuevas exigencias del mercado, por medio de entrenamientos que les permitan adquirir conocimientos y habilidades clave para mejorar su desempeño laboral, contribuyendo con el aumento de productividad y estabilidad corporativa.

**Front Office**: El entrenamiento dirigido al personal que conforma el Front Office tiene por objeto mantener actualizada a la fuerza comercial principalmente en cuanto a temas de negociación, riesgo, políticas internas, normatividad, nuevos mercados y productos, sistemas de negociación, buenas prácticas en el mercado de valores, atención al consumidor financiero entre otras. Lo anterior se desarrolla con el apoyo de los entes reguladores y autorreguladores del mercado de valores y demás idóneos según la respectiva temática.

**Middle Office:** El entrenamiento dirigido al personal que conforma el Middle Office tiene por objeto mantener actualizada al área de riesgo y control en cuanto a temas relacionados con normatividad vigente aplicable al mercado de valores, cambios en la misma, en control interno, sistemas de gestión y administración de riesgos, desarrollo de sistemas informativos, herramientas de control, diseño de pruebas de validación y control, políticas internas entre otros. Lo anterior se desarrolla con el apoyo de los entes reguladores y autorreguladores del mercado de valores y demás idóneos según la respectiva temática.

**Back Office:** El entrenamiento dirigido al personal que conforma el Back Office tiene por objeto mantener actualizadas a cada una de las áreas de soporte en cuanto a temas relacionados con normatividad vigente aplicable al mercado de valores según el área correspondiente y sus funciones, software y sistemas de registro y soporte, políticas internas, sistemas de registro y operatividad de nuevos productos y mercados entre que estén relacionadas directamente con el afable desempeño de cada cargo. Lo anterior se desarrolla con el apoyo de los entes reguladores y autorreguladores del mercado de valores y demás idóneos según la respectiva temática.

El área de Riesgo realizó para el año 2017 capacitación sobre el Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO), con el objetivo de dar conocimiento a todos los funcionarios de la firma sobre la manera como se gestiona los eventos de Riesgo Operativo y capacitarlos para que todos pueden ayudar a identificar estos eventos, logrando detectar todas las posibles situaciones que afecten de manera negativa los objetivos corporativos.

**RESULTADOS DE LA EVALUACIÓN SARO- CONTROL INTERNO 2017.**

*GRÁFICA7. FUNCIONARIOS CAPACITADOS (IZQUIERDA), RESULTADO EVALUACIÓN (DERECHA)*

Durante el periodo de octubre y noviembre se ejecutó el plan de capacitación SARO, que se llevó a cabo en las instalaciones de la oficina de Acciones y Valores S.A.

Donde el 97% de los funcionarios asistieron a las capacitaciones y el 3% (Gráfica 1) restante no asistió razón por la cual se está trabajando en con las distintas áreas que participan en las capacitaciones transversales de la compañía, con recursos humanos y con la gerencia de tecnología para el desarrollo e implementación de una plataforma de formación para toda la organización que permita una gestión mucho más efectiva de los procesos de capacitación.

Adicionalmente, como otra medida de capacitación se encuentra en nuestra intranet el manual SARO el cual está disponible para la consulta de todos los funcionarios de la firma. Adicionalmente en el proceso de inducción se le da un resumen general respecto al sistema de gestión y administración de riesgos a todos los colaboradores.

### GESTIÓN DE RIESGO DE LAVADO DE ACTIVOS Y FINANCIACIÓN DEL TERRORISMO

El Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo de Acciones y Valores, para el cierre del año 2017 continúa en permanente evolución, ajustando los procedimientos y controles de acuerdo con las situaciones que se presentan en el desarrollo de la actividad diaria y que pueden generar riesgos para la compañía, además de cumplir con la normatividad vigente. A continuación, presentamos las actividades que se adelantaron durante este periodo:

## Generales:

El área de cumplimiento durante el año 2017 aplicó los procedimientos, procesos y controles tendientes a evitar riesgos relacionados con el Lavado de Activos y la Financiación del Terrorismo, así mismo, se adoptaron correctivos generados por resultados de la revisión de procesos, la optimización de procedimientos, la implementación de controles, las recomendaciones recibidas por Auditoría y Revisoría Fiscal, lo anterior alineado a las mejores prácticas internacionales y locales relacionadas con la prevención de LA/FT.

## Manual SARLAFT:

Durante el año, se presentó actualización al Manual SARLAFT, en las que se ajustan entre otras, algunos directrices y definiciones incluyendo procedimientos de mercado masivo, estos cambios, fueron presentados y aprobados por la Junta Directiva, e implementados por el área de Cumplimiento. Adicional a los anterior, se actualizaron algunos de procesos optimizando resultados entre ellos las metodologías de medición e identificación de los Riesgos, procesos de vinculación y actualización de clientes y proveedores y los modelos de segmentación.

## Vinculación:

Durante el año 2017, en los procesos de Vinculación de clientes, proveedores y funcionarios se aplicaron los controles y políticas establecidas dentro del Sistema de Administración de Riesgo LA/FT, tales como, la validación de listas restrictivas, revisión de posibles antecedentes, verificación y análisis de la información registrada en el formulario y el adecuado registro de información en los sistemas de información. Igualmente, se rechazaron algunas personas naturales y jurídicas que no cumplieron con los perfiles según las directrices y parámetros de vinculación adoptados por Acciones y Valores S. A.

## Actualización:

Para el año 2017 el número de las actualizaciones fueron 3.103, como resultado de las campañas de actualización lideradas por el área de cumplimiento, el porcentaje de clientes desactualizados a 31 de diciembre de 2017, el cual corresponde a un 47% de los clientes activos.

Además de realizar actualización telefónica, continuamos realizando la gestión de actualización tradicional, mediante las solicitudes como envío de cartas, correo electrónico y mensajes de texto a clientes desactualizados y próximos a cumplir la fecha de actualización.

## Validación Listas Restrictivas

Se realiza validación automática y preventiva de prospectos clientes, proveedores y colaboradores antes de entablar cualquier relación comercial.

Por otra parte, se realizan cruces del Stock de clientes contra las Listas Restrictivas para análisis de resultados frente a las coincidencias presentadas, así tomar decisiones frente a las coincidencias:

• Clientes Activos, frecuencia diaria.

• Beneficiarios de Pagos (Terceros y Proveedores), preventiva con frecuencia cada vez que se realice el proceso, y semanalmente control dual.

• Beneficiarios Divisas, frecuencia cada vez que se realice el proceso.

• Cambios de Depositante, frecuencia mensual.

## Monitoreo

Los monitoreos se encuentran automatizados y parametrizados en la herramienta K-NIME, generando oportunidad y eficiencia, abarcando un número superior de clientes que permiten mayor cobertura minimizando la materialización de riesgos para la Sociedad Comisionista.

## Mercado Bursátil

El objetivo es identificar en los diferentes productos que ofrece la sociedad comisionista, situaciones que se salen del giro normal de las operaciones o que por su naturaleza y características son atípicas a la forma de operación del cliente en el desarrollo de las transacciones e inversiones realizadas en el mercado de capitales.



## Mercado Masivo:

El objetivo es identificar situaciones atípicas de los clientes y usuarios que utilizan los productos de Mercado Masivo y se dirige al total de las personas que realizan transacciones, resultado de los monitoreos algunas personas se ingresaron a seguimiento con el fin de fortalecer el conocimiento del cliente y contar con información objetiva para nuestros análisis.



## Medición:

Trimestralmente se realiza una medición con el objetivo de identificar el nivel de riesgo Inherente y Residual de Acciones & Valores S.A. relacionados con Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo. Ésta, utiliza metodologías y técnicas descritas en el manual SARLAFT y sus anexos, Presentando los resultados de la evolución de los riesgos a la Administración y Junta Directiva.

## Control:

Se continúan fortaleciendo los procedimientos de control con el objetivo de prevenir que la Sociedad Comisionista de Bolsa sea utilizada para el Lavado de Activos y/o Financiación del Terrorismo y para garantizar confiabilidad e integridad en la información que ingresa a los sistemas.

## Calidad de Datos:

Continuamos realizando monitoreos periódicos con el fin de identificar las fallas existentes en los procesos relacionados con errores de digitación en la información el momento del registro de información como la vinculación y actualización de clientes en el área de Cumplimiento y en las agencias.

Se continúan fortaleciendo los controles relacionados con el ingreso de información por parte de las agencias, realizando continuas campañas de capacitación y sensibilización recalcando la importancia de garantizar la calidad de data de la compañía, además validando la información contenida en la carpeta física de clientes, evidenciando inconsistencias en el registro de la información, la cual está en proceso de corrección en los diferentes aplicativos de información.

## Entes de Control.

El Área de Cumplimiento, durante el año 2017 recibió y dio oportuna respuesta a la totalidad de las solicitudes de las autoridades, se trata de requerimientos realizados por diversos entes del Estado que en cumplimiento de sus obligaciones legales solicitaron información de Clientes o Usuarios.

## Superintendencia Financiera de Colombia:

Durante el año 2017, la Superintendencia Financiera no generó visita o informe sin embargo se realizó seguimiento a observaciones y recomendaciones generadas en el año 2016.

## Revisoría Fiscal

Durante el año 2017, la Revisoría Fiscal generó requerimientos de información trimestrales con el fin de evaluar y analizar el Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y/o Financiación de Terrorismo en Acciones y Valores S. A., Resultado de estos, recibimos informes donde emiten conceptos favorables sobre el cumplimiento del SARLAFT y observaciones y recomendaciones que se implementan dentro del sistema de Administración de Riesgo.

## Auditoría Interna

La auditoría Interna realizó un análisis del cumplimiento del Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo y generó un informe en el mes de junio de 2017, generando algunas recomendaciones, emitimos respuesta al informé indicando los planes de acción y los controles implementados por parte del área de Cumplimiento para mitigar los riesgos relacionados con LA/FT.

Es importante mencionar que el modelo de riesgo adoptado por Acciones y valores S. A., agrupa los factores y perfiles necesarios para mitigar el riesgo de Lavado de Activos y/o Financiación del Terrorismo, de acuerdo a los resultados de la evaluación realizada por el área de Cumplimiento, sin embargo, continuamos desarrollando actividades para mejorarlo y fortalecerlo.

# **CALIFICACIÓN NACIONAL DE ADMINISTRADORES DE ACTIVOS DE INVERSIÓN**

La agencia Fitch Ratings, mediante un estudio exhaustivo mantuvo la calificación en “Fuerte (col)”, la perspectiva de la calificación es estable. Los factores más destacados de la calificación fueron:

**COMPAÑÍA**: La comisionista cuenta con una experiencia de más de 50 años en el mercado financiero colombiano, los accionistas principales son personas naturales que históricamente han estado involucrados en su administración. La compañía tiene 20 años de experiencia en la administración de portafolio de renta fija con la creación del Fondo Accival Vista. En la actualidad cuenta con los fondos Nación de renta variable que lleva en operación desde 2013 y Balanceado desde 2015. En abril de 2017 Acciones y Valores cuenta con el Fondo Estructurado el cual funciona como un vehículo de inversión en una nota estructurada, que al no tener gestión activa no hace parte del alcance de la calificación. Cabe mencionar, que la comisionista tiene como proyecto la creación de dos nuevos fondos con características similares para el próximo año. La comisionista alcanzó COP148.722 millones en activos administrados en fondos de inversión, lo cual representó un crecimiento de 27% frente a julio de 2016. La comisionista cuenta con una red de oficinas propias operadas de la mano con Western Unión permitiendo captar los recursos de clientes corporativos al Fondo Accival Vista y tiene como proyecto lanzar un aplicativo que permita el traspaso de remeses a este.

Con el fin de mejorar el servicio al cliente Acciones y Valores actualizó la página web lo que ahora permite un mejor acceso a reportes y extractos. Se evidenció un desarrollo comercial por medio de la implementación de un aplicativo que permite mejorar el conocimiento del perfil del cliente, más amigable de cara a los mismos. La comisionista tiene como proyecto la apertura de dos nuevos fondos con la posibilidad de invertir en productos estructurados en el mercado internacional y de esta manera ofrecer oportunidades nuevas de inversión a sus clientes.

**PROCESO DE INVERSIÓN** Acciones y Valores cuenta con un proceso de inversión disciplinado con herramientas técnicas para la toma de decisiones. El proceso de inversión se centra en las decisiones del comité de inversiones, el cual se celebra mensualmente, sobresale la separación de reuniones para cada fondo. El proceso de inversión para los portafolios de renta variable y renta fija se fundamenta en modelos de valoración, herramientas técnicas, benchmarks, modelos óptimos y análisis del área de investigaciones económicas. La comisionista realiza en análisis de atribución del desempeño para el fondo de renta variable, sin embargo, no cuentan con una comparación de detalle similar para los otros fondos. Si bien sobresale la inclusión de los índices de referencia de portafolios óptimos, estos presentan una carga operativa alta en su construcción y administración en comparación con otros administradores.

**RECURSO DE INVERSIÓN** Durante los últimos años Acciones y Valores ha trabajado en el robustecimiento de sus recursos de inversión. En el área de tecnología se actualizó la plataforma SAT el cual redujo la carga operativa y permitió integrarse con la bolsa mediante el bus de datos SAE, teniendo trascendencia entre el front, el área de riesgos y el back office. Se evidenciaron avances en el Plan de Continuidad del Negocio (PNC), proponiendo un cambio en el manejo de sus centros de datos y hasta el momento han realizado pruebas de impacto de posibles eventos.

La segregación de funciones en la gerencia de gestión de activos se considera adecuada y tiene en cuenta el número de administradores de portafolio y el número de fondos. Sin embargo, se evidenció una carga operativa alta por parte de los administradores debido a que también tienen funciones de creación y actualización de modelos y de ejecución de las operaciones.

**ADMINISTRACIÓN DE RIESGOS** Acciones y Valores cuenta con una estructura organizacional adecuada de control, encabezada por tres comités para gestionar los riesgos y un comité de auditoría y cuenta con personal capacitado y con experiencia amplia. Las metodologías implementadas para la medición de los riesgos de contraparte, liquidez y mercado son adecuadas e incorporan modelos internos, definición de límites y pruebas de estrés. Se destaca la implementación de procesos de justa asignación de órdenes que están documentados en los manuales de procedimientos y establecen lineamientos para la asignación correcta de las órdenes bajo parámetros de plazos, calificación de emisores, perfil de riesgo y tamaño del fondo.

Alineándose a las mejores prácticas del mercado, la comisionista implementó políticas de remuneración variable para el área de gestión de activos basados en el cumplimiento presupuestal del área y el desempeño

**DESEMPEÑO** El desempeño de las estrategias se considera consistente y en línea con los objetivos. Para la medición del desempeño se tomaron los fondos Accival Vista y Nación. El fondo Balanceado al no contar con historia suficiente tuvo una calificación individual de Fondo Nuevo.

La medición se enfocó en la comparación frente su benchmark, tasa libre de riesgo, y pares comparables. El fondo Accival Vista evaluado presentó indicadores de rentabilidad ajustadas por riesgo en línea a la de sus pares. Sin embargo, para el fondo de Renta Variable presentó una razón de información positiva (information ratio) que toma como referencia el índice COLCAP.

La Junta Directiva por unanimidad, aprobó el Informe del Director General para ser presentado a la Asamblea General de Accionistas y lo adopto como informe de la administración a ser presentado a la Asamblea General de Accionistas.



