INFORME DEL PRESIDENTE Y DE LA JUNTA DIRECTIVA A LA ASAMBLEA GENERAL ORDINARIA DE ACCIONISTAS

ENERO DE 2012

Contenido

Introducción **3**

1. Entorno Macroeconómico **5**

1.1 Crecimiento Económico 5
1.2 Mercado Laboral 7
1.3 Inflación, Política Monetaria y Crédito 10
1.4 Sector Externo 11
1.5 Balance Fiscal 12
1.6 Sector Constructor 13
1.7 Financiación de Vivienda 17

2. Mercado de Capitales **19**

2.1 Mercados Internacionales 20
2.2 Mercados Nacionales 22

3. Emisiones de los Títulos Hipotecarios **27**

4. Comportamiento de las Emisiones **28**

4.1 Comportamiento de las Emisiones TIPS 28
4.2 Administración de la Cartera Titularizada 32

5. Divulgación y Mercadeo **34**

6. Administración y Recursos Humanos **35**

7. Aspectos Legales y de Regulación **35**

7.1 Desarrollos regulatorios 35
7.2 Aspectos legales 36

8. Cumplimiento regulaciones particulares **37**

9. Otros Aspectos **37**

9.1 Reporte de gestión evolución actividades de prevención y control de lavado de activos y financiación del terrorismo – SARLAFT 37
9.2 Sistema de Control Interno 38
9.3 Gestión de Riesgo Operativo 40
9.4 Revelación de Riesgos 41
9.5 Reporte de Operaciones realizadas con Accionistas y Administradores 41
9.6 Transferencias a Título Gratuito 41
9.7 Activos en el Exterior 41
9.8 Inversiones en otras Sociedad Nacionales o Extranjeras 41
9.9 Pagos a Directores, Asesores, Propaganda y Relaciones Públicas 41
9.10 Estado de cumplimiento de las normas sobre propiedad intelectual 42
9.11 Circular Externa 052 42

10. Estados Financieros al cierre de 2011 ..... **42**

10.1 Balance 42
10.2 Estado de Resultados 43
10.3 Indicadores Financieros y Operacionales 43
10.4 Certificación de Estados Financieros a Diciembre de 2011 43
10.5 Perspectivas 2011 44

11. Titularizadora Colombiana – Resultados y proyecciones en su primera década **45**

Introducción

La buena dinámica del consumo privado y la inversión, permitieron que Colombia reflejara importantes tasas de crecimiento durante 2011. Así, a pesar de los riesgos de recaida en la economía internacional, se estima que la economía colombiana cierre con un crecimiento entre 5,1% y 5,3% por cuenta de la confianza del consumidor y la confianza inversionista. En particular, durante el tercer trimestre de 2011 el PIB presentó un crecimiento del 7,7%,el dato más alto desde diciembre de 2006. Son tres los sectores más destacados: minas, construcción y transporte. Hechos tales como el incremento de la producción de petróleo (17,5%), la extracción de carbón (12%) y el desarrollo de proyectos de infraestructura minera (48%), fueron claves para la consolidación del crecimiento económico. El desempleo finalmente logró vencer la barrera del doble dígito y se ubicó en niveles del 9,2%. La formación bruta de capital repuntó en cerca de 20% principalmente por la ejecución de obras civiles. En cuanto al sector externo, las exportaciones crecieron 42%, gracias a la dinámica de las exportaciones tradicionales y a los precios internacionales de las materias primas.

Avances en el marco normativo también fortalecieron la posición de Colombia. La aprobación de la regla fiscal y el acto legislativo sobre distribución de las regalías permitieron otorgarle al país el grado de inversión, situación que hizo más atractiva la entrada de capitales, tanto por inversión extranjera directa como por inversión en portafolio. Además, la puesta en marcha del Mercado Integrado Latinoamericano de Valores (MILA), la apliciación de la ley de formalización y generación de empleo, la ley de reparación a las víctimas del conflicto y la aprobación del TLC, enmarcan la senda de desarrollo sostenido que Colombia ha emprendido. Como resultado de todos estos factores la confianza del consumidor se ha vigorizado. El consumo de los hogares alcanzó tasas de crecimiento superiores al 7%, por cuenta del incremento en el consumo de bienes durables (20%) y semidurables (19%). Esto es consistente con la evolución de la demanda de vivienda, la cual se mantuvo sólida a lo largo del año 2011. Estos buenos resultados se dieron a pesar de las dificultades climáticas que a finales de 2010 y a lo largo de 2011 se registraron como consecuencia del fenómeno de la niña. La temporada de lluvias dejó un saldo de 1.2 millones de personas damnificadas y la destrucción parcial de varios kilómetros de carreteras, lo que se tradujo en presiones inflacionarias por cuenta de las dificultades de movilidad.

En el entorno internacional, la posibilidad de un *default* no ordenado de la deuda griega y los temores generados por el negativo desempeño de las economías periféricas de la Euro zona (España. Italia, Portugal e Irlanda) han sido la principal fuente de volatilidad en los mercados que ha puesto en jaque la dinámica de los países desarrollados y emergentes. Esta situación ha frenado el incremento de la tasa de intervención por parte del Banco de la República, que durante 2011 pasó de 3,0% a 4,75%, lo que no solo permitió atajar la inflación (3,73%) dentro del rango meta establecido, si no también la moderación en el crecimiento del crédito durante el último trimestre. En particular, el saldo de cartera de crédito hipotecario

que venia creciendo al 16% real en abril de 2011, redujo su tasa de crecimiento al 13% en noviembre. Sin embargo, mostró un excelente comportamiento en desembolsos (20%), debido en parte a la continuación del programa de subsidio a la tasa de interés que implementó el Gobierno Nacional desde 2009 y que finalizó en 2011.

Por su parte, la titularización hipotecaria tuvo buenos resultados. A pesar de la terminación de la excención tributaria a los rendimientos de los títulos y la incertidumbre del mercado, durante 2011 se realizaron 3 emisiones por valor de $921 mil millones a partir de créditos hipotecarios denominados en pesos (TIPS Pesos N-1, TIPS Pesos N-2 y TIPS Pesos N-3). Con estas emisiones, la Titularizadora acumuló un total de 35 emisiones, con lo que se proyecta que el indicador de cartera titularizada sobre cartera total del sistema hipotecario llegue a 29%.

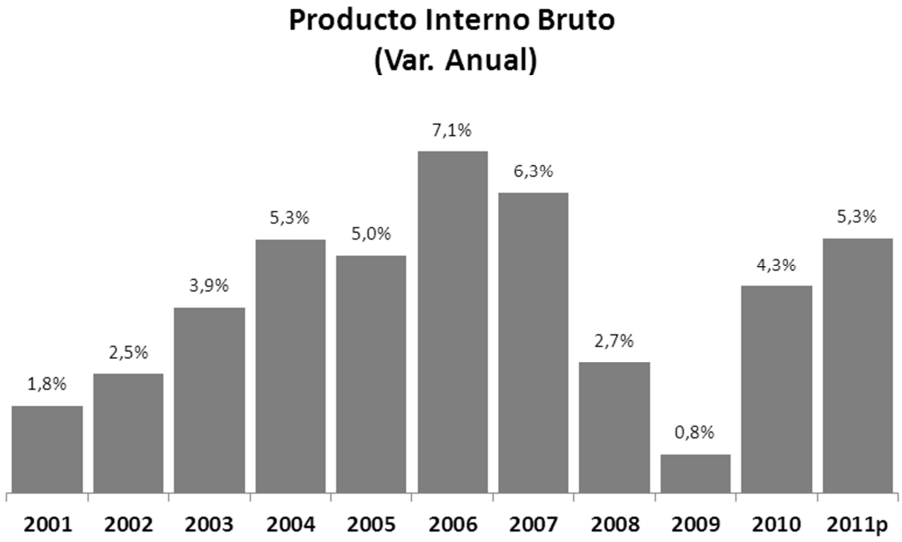
Finalmente desde la perspectiva corporativa de la compañía dos hitos marcaron de manera importante el desarrollo de la Titularizadora durante 2011. El primero hace referencia a la escisión patrimonial de la compañía para la creación de Multiactivos S.A -STANH-, proceso finalizados en el mes de marzo de 2011. Este paso en la proyección largo plazo de la entidad busca no sólo continuar con el proceso de crecimiento y generación de valor para los accionistas, sino también aprovechar el know-how y la experiencia adquiridas por la Titularizadora desde su creación, para que otros sectores del país se beneficien de las ventajas que genera la titularización como mecanismo de fondeo y como alternativa de inversión para los inversionistas. El segundo tiene que ver con la celebración de los 10 años de funcionamiento de la Titularizadora, fecha de particular satisfacción para la compañía, sus empleados y sus accionistas en la que se ven materializados los esfuerzos de una década de trabajo ininterrumpido para la financiación de la vivienda en Colombia a partir del mercado de capitales.

1. Entorno Macroeconómico

1.1 Crecimiento Económico

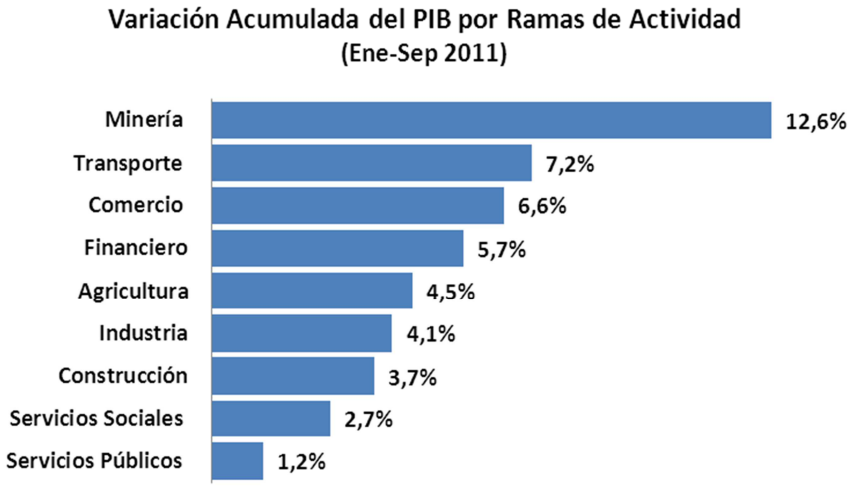
El buen comportamiento del consumo y la inversión permitió alcanzar tasas de crecimiento superiores a las esperadas durante el año 2011. Hasta septiembre, el crecimiento acumulado del PIB registraba una variación positiva de 5,8% en comparación con el mismo período del año anterior. Este dato se vio impulsado por el crecimiento durante el tercer trimestre (7,7%), producto del fuerte incremento de la actividad minera (18,4%) y de la construcción (18,1%) específicamente por cuenta de la ejecución de obras civiles (20,9%). Para el cuarto trimestre, se espera que se modere la dinámica del consumo, en especial de bienes durables, que sumado a la ola invernal, se estima que la cifra de crecimiento anual se ubique en el rango 5,1%-5,3% (Gráfica 1). El dato es más alto que el pronosticado a principios de 2011 (4,6%), y es semejante al desempeño económico promedio de la región (5,2%), con casos sobresalientes como Argentina (7,5%), Perú (6,7%) y Chile (6,3%).

Gráfica 1 Fuente: DANE y Cálculos TC



El impulso al crecimiento económico durante el período enero-septiembre estuvo soportado en tres sectores (Gráfica 2): explotación de minas y canteras (12,6%), transporte (7,2%) y comercio (6,6%). Particularmente, la actividad minera estuvo impactada por el crecimiento de la producción de crudo que alcanzó los 965 mil barriles por día (bpd) en comparación con los 827 mil bdp en 2010 y por el incremento en la explotación de carbón que pasó de 76.1 millones de toneladas en 2010 a 85 millones de toneladas en 2011.

Gráfica 2



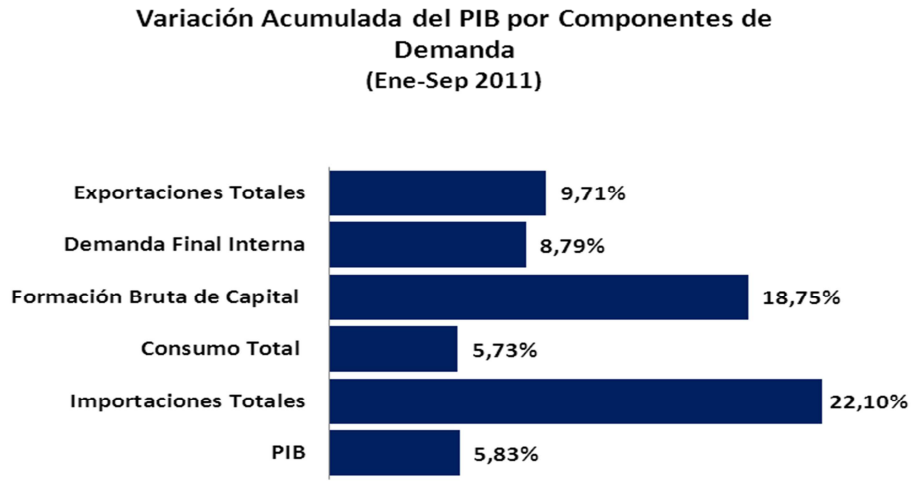
Fuente: DANE

En el sector transporte se destacó la actividad de servicios por la vía aérea. Este segmento creció en el acumulado enero-septiembre de 2011 un 13%, casi el doble que un año atrás (8%). Este crecimiento obedece al incremento en el número de pasajeros transportados, pues entre enero y septiembre de 2011 las aerolíneas reportaron haber transportado 15,2 millones de pasajeros, cifra 19% superior a la del mismo período de 2010.

Por su parte, el sector de la construcción solo logró despegar en el tercer trimestre gracias al desarrollo de obras para la minería y centrales generadoras eléctricas, actividad que creció en 48% y aportó 16 puntos al total del crecimiento trimestral del sector. Sin embargo, las obras viales continúan rezagadas creciendo a ritmos del 17,8%, dato inferior incluso al incremento en la ejecución de estadios y parques (34%).

Por el lado de la demanda (Gráfica 3), el crecimiento económico estuvo apalancado por el incremento de la formación bruta de capital que alcanzó una variación positiva de 18,7% entre enero-septiembre 2011. El consumo final registró un incremento de 5,7% para el mismo lapso, soportado especialmente por crecimientos en el consumo de los hogares (10,61%) y el consumo del Gobierno (5,87%). Se estima que para el cuarto trimestre el consumo de los hogares reduzca su senda de crecimiento como consecuencia de la moderación en el consumo de los bienes durables y semidurables, disminución observada en el Índice de Confianza del Consumidor (ICC) (Gráfica 4) y que se sustenta en la incertidumbre generada por el riesgo de la crisis financiera internacional que también tiene efectos en las tasas de interés.

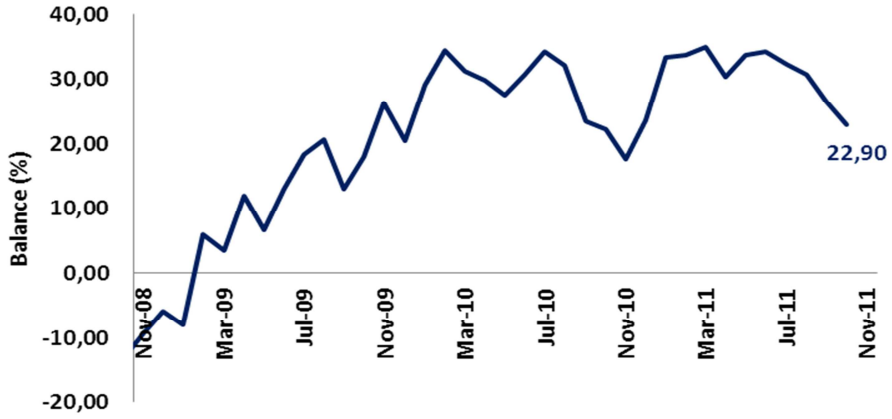
Gráfica 3



Fuente: Dane

Índice de Confianza al Consumidor

Gráfica 4



Fuente: Fedesarrollo

1.2 Mercado Laboral

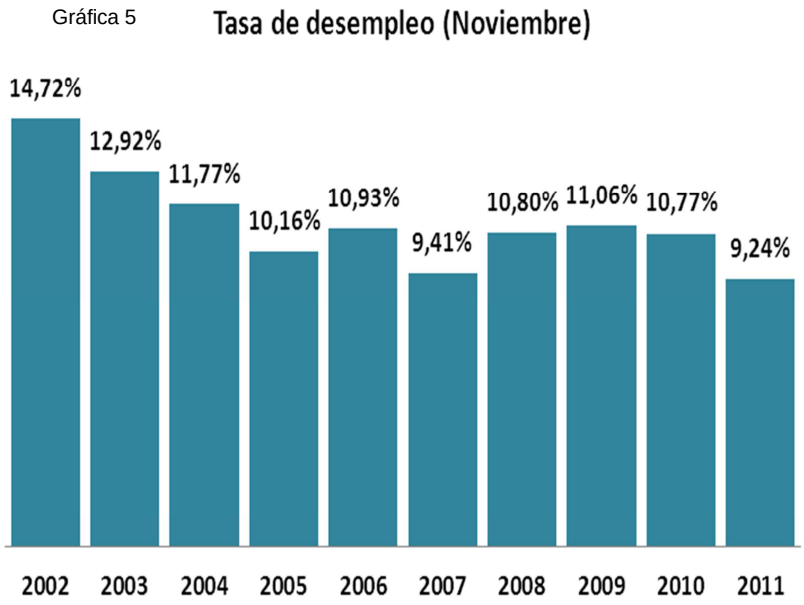
Una de las principales metas del Gobierno Nacional durante 2011 consistió en reducir a un dígito la cifra de desempleo. Como resultado del mejoramiento de las condiciones económicas del país y del desarrollo de un marco normativo para estimular la generación formal de empleo, en 2011 el fortalecimiento del mercado laboral fue evidente (Gráfica 5). En particular la creación del Ministerio de Trabajo y la aplicación de la leyes como la de formalización y generación de empleo, permitieron que al corte de noviembre de 2011, la tasa de desempleo se ubicara en 9,2%, 153 puntos básicos por debajo de la registrada un año atrás.

La tasa de desempleo de un dígito se hizo posible gracias a la creación de 1,2 millones de puestos de trabajo entre noviembre de 2010 y noviembre de 2011, incluyendo la introducción de 395 mil jóvenes al mercado laboral. Es importante aclarar que estos niveles de desempleo se alcanzaron a pesar de que la Población Económicamente Activa (PEA) ha presentado crecimientos (2,8%) superiores a su promedio histórico (1,8%) y la Tasa Global de Participación (65,5%) se encuentra en su pico más alto desde octubre de 2003. Entonces, la creación de empleo se refleja directamente en mayores tasas de ocupación (59,4%), cifra que en noviembre de 2011 estuvo por encima en 270 puntos básicos con respecto al mismo período de 2010 (Gráfica 6).

No obstante, Colombia aún mantiene una de las tasas de desempleo más altas de la región, solamente superada por República Dominicana (13,5%). El problema se concentra principalmente en ciudades intermedias, donde la tasa de desempleo se encuentra en niveles superiores al 15% como Popayán (16,6%), Quibdó (16,4%), Ibagué (15,5%) y Armenia (15,5%).

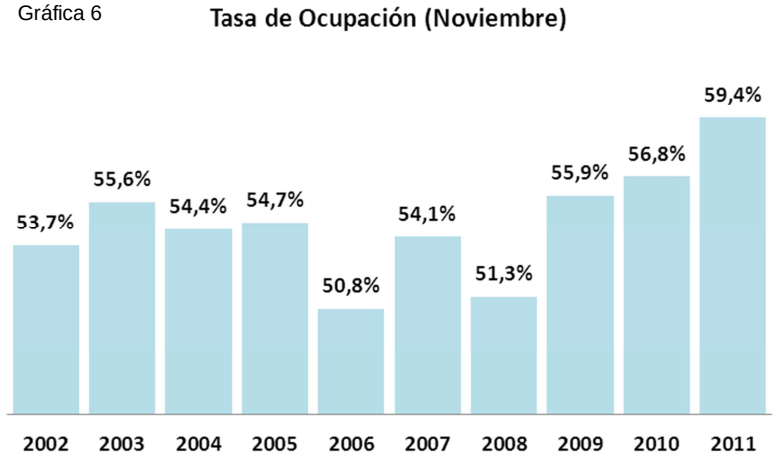
En contraste en el tema de la formalización del empleo se han obtenido avances muy moderados. La participación del número de trabajadores informales para las 13 áreas aumentó en 50 puntos básicos en promedio entre octubre de 2010 y noviembre de 2011, aunque la variación anual de los informales ya muestra signos de comenzar su fase decreciente. Esto es consecuencia, según cifras del Gobierno Nacional, de las 266 mil empresas se acogieron a los beneficios de la Ley de Formalización y Generación de Empleo entre enero y octubre de 2011, de las cuales 148 mil fueron formalizadas durante este período (Gráfica 7). No obstante, se espera que los resultados de estas medidas sean más contundentes a lo largo del 2012.

Gráfica 5



Fuente: DANE

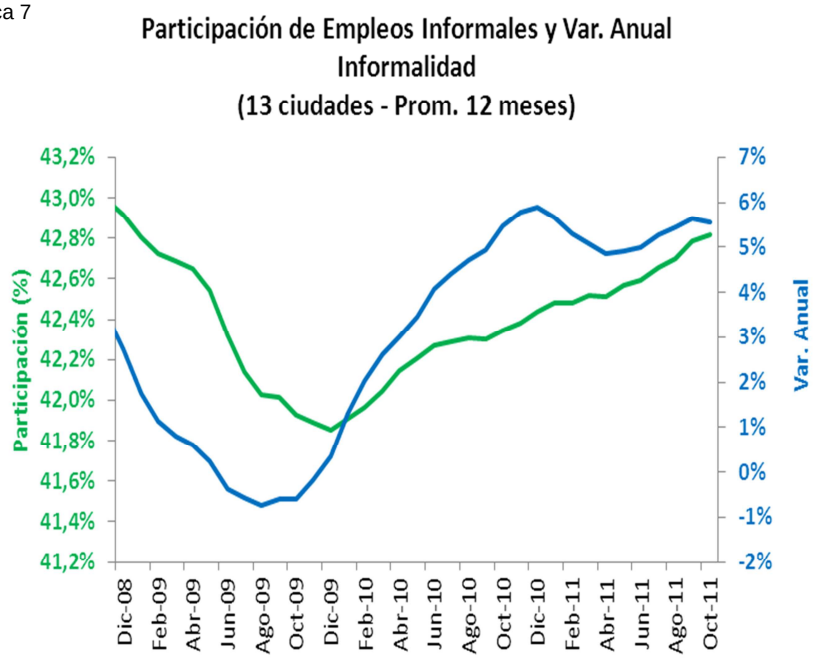
Gráfica 6



Fuente: DANE

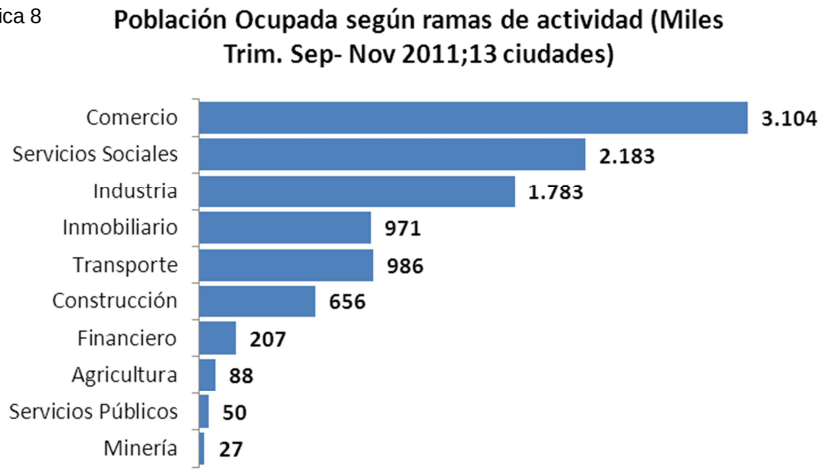
Cabe resaltar que la rama de actividad que ocupa más mano de obra es el comercio, seguido por servicios sociales e industria (Gráfica 8). Estos sectores aportaron en conjunto el 70,2% del total de ocupados en las 13 áreas metropolitanas, mientras que los sectores de la construcción y de las actividades inmobiliarias tan solo aportaron el 16% de las plazas. No obstante el sector que mayor crecimiento en el número de ocupados presentó fue construcción (10,8%), seguido por transporte (7,9%) y comercio (5,3%)

Gráfica 7



Fuente: DANE

Gráfica 8

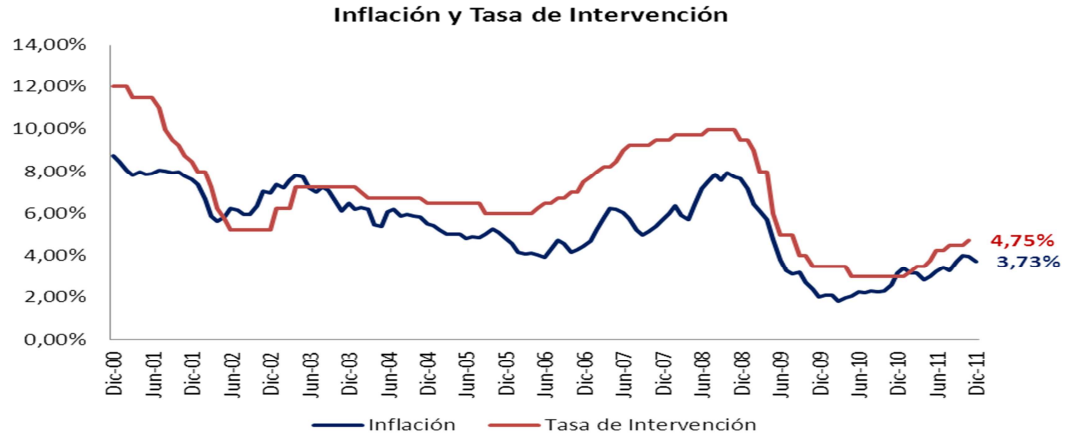


Fuente: DANE

1.3 Inflación, Política Monetaria y Crédito

Durante 2011 la revaluación acumulada de la tasa de cambio alcanzó su máximo en el mes de julio (8,7%). A partir de esa fecha, las medidas intervencionistas del Banco de la República, la demanda de divisas estacional de diciembre y la apreciación del dólar ante el panorama europeo lograron que al 31 de diciembre de 2011 la tasa de cambio estuviera 1,3% por encima de la de un año atrás.A partir de la segunda mitad del año 2011, la brecha del producto se volvió negativa, lo cual sumado a la depreciación de la tasa de cambio, las condiciones climáticas y la desalineación temporal de las expectativas han generado presiones inflacionarias, que si bien han sido moderadas, las autoridades monetarias han monitoreado muy de cerca. Durante el año, la tasa de interés de intervención se incrementó en 175 puntos básicos y se ubicó en 4,75% (Gráfico 9). Esta posición permitió anclar nuevamente las expectativas de largo plazo y cumplir con rango meta establecido para la inflación (2% - 4%). La inflación para 2011 ascendió 3,73%, ligeramente superior a la esperada por la mayoría de los analistas.

Gráfica 9 Fuente. Banco de la República



Por grupos de gasto, el mayor crecimiento anual de los precios al consumidor lo registró alimentos (5,27%), seguido por educación (4,57%) y vivienda (3,78%), mientras que los grupos que experimentaron el menor crecimiento fueron vestuario y diversión (0,54% y -0,32%, respectivamente). Según el tipo de bien, excluyendo alimentos, los regulados presentaron una inflación de 5,81%, seguidos por los no transables (3,63%) y los transables (0,8%).

1.4 Sector Externo

La alta demanda por *commodities* en el resto del mundo jalonó la dinámica exportadora en Colombia. El crecimiento de las exportaciones alcanzó para enero-octubre de 2011 un 42%, gracias al importante desempeño de las exportaciones tradicionales. Esta se favoreció por el mayor volumen de producción de crudo y el alto nivel de precios de referencia de éste que para 2011 tuvo un promedio de US$ 94,9 por barril, frente a US$79,4 por barril registrado en 2010.

En general, se estima al cierre de 2010 un acumulado anual de exportaciones totales por US$55 mil millones de dólares, lo que representa un crecimiento anual de 57% de las exportaciones tradicionales y de 17% y no tradicionales, respectivamente. Al excluir oro y esmeraldas de las exportaciones no tradicionales, éstas crecen 14%, circunstancia generada principalmente por las mayores exportaciones a EE.UU y Chile, valores que crecieron en 30% y 115% respectivamente y aportaron 12,5 y 3,1 puntos al crecimiento. Estados Unidos, Chile y España jalonaron la dinámica de las exportaciones tradicionales, mientras que dentro de las exportaciones no tradicionales se destacan EE.UU, Ecuador, Venezuela y Brasil. Para estos últimos los productos mas comercializados fueron los del sector industrial como alimentos y bebidas, metalurgia y sustancias químicas, y productos agrícolas.

Las importaciones totales se calcula alcanzaron los US$54 mil millones de dólares, lo que representa un balance comercial favorable de alrededor de US$1.000 millones. La balanza comercial ha venido deteriorándose con algunos países particularmente: China, México y Alemania que suman un déficit acumulado de US$3.362 millones de dólares. El incremento en las compras del exterior obedeció a la dinámica del mercado de equipos de transporte, materias primas y productos intermedios para la industria que para 2011 obtuvieron un crecimiento de 63% y 27% y aportaron 7,8 puntos y 9,1 puntos al crecimiento total de las importaciones respectivamente. Otros bienes de capital como maquinaria industrial y aparatos para oficina, tuvieron crecimientos del 40% y aportaron 3 puntos al crecimiento total.

A pesar del mejoramiento en la balanza comercial, la cuenta corriente conserva su tendencia deficitaria debido a la disminución de las remesas de los trabajadores (que al corte del tercer trimestre de 2010 registraban un descenso de 8%) y al incremento de los egresos de la renta de factores (utilidades y dividendos). El déficit de cuenta corriente fue financiado con la entrada de capital por concepto de

inversión extranjera directa, que pasó de USD$ 5.734 millones entre enero y septiembre de 2010 a USD$ 10.821 en el mismo período de 2011.

1.5 Balance Fiscal

La política fiscal durante 2011 se ha concentrado en el incremento en el recaudo tributario, en la reorientación del gasto hacia sectores prioritarios para el desarrollo del país y la sostenibilidad de la deuda colombiana. Para el cierre 2011, se estima el Sector Público Consolidado (SPC) presente un déficit de $20,1 billones de pesos equivalentes a 3,4% del PIB (Cuadro 1). Este resultado lo lidera el resultado del Sector Público No Financiero, particularmente el Gobierno Nacional Central (-4,0% del PIB).

Con respecto a 2010, el GNC experimentó un incremento de ingresos de alrededor de 15% del PIB por cuenta de la eliminación de exenciones y los excedentes de las empresas, como Ecopetrol. A nivel del gasto, el crecimiento de 13% se explica fundamentalmente por el incremento en la inversión para impulsar las cinco locomotoras y el pago de intereses. Así, los gastos del GNC ascienden al 17,9%, 0,5% más que en 2010.

Es importante aclarar que el efecto de la ola invernal le suma 0,4% del PIB al déficit del SPC. Sin este efecto, el déficit ascendería a 3,0% del PIB, cifra inferior al dato de 2010.

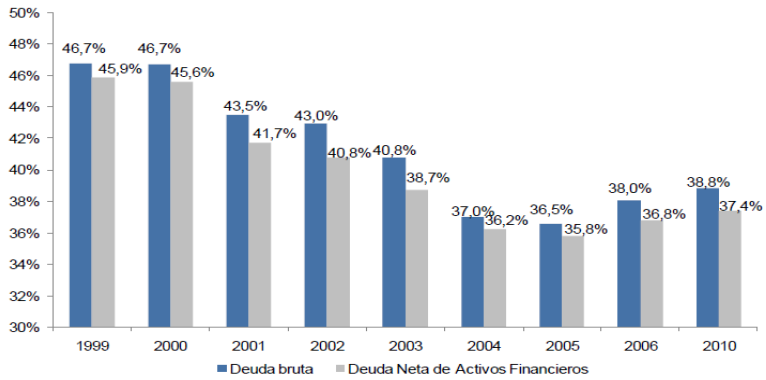
Cuadro 1 **Balance del Sector Público Consolidado**

BALANCES POR PERIODO	$ Miles de Millones		% PIB	
	2010	2011*	2010	2011*
1. Sector Público No Financiero	**-16.934**	**-20.929**	**-3,1**	**-3,5**
Gobierno Nacional Central	**-21.019**	**-23.994**	**-3,8**	**-4,0**
Sector Descentralizado	**4.085**	**3.065**	**0,7**	**0,5**
Seguridad Social	4.834	4.248	0,9	0,7
Empresas del Nivel Nacional	197	888	0,0	0,1
Empresas del Nivel Local	-426	-596	-0,1	-0,1
Regionales y Locales**	-521	-1.475	-0,1	-0,2
2. Balance Cuasifiscal del Banrep	**223**	**-59**	**0,0**	**0,0**
3. Balance de Fogafín	**426**	**597**	**0,1**	**0,1**
4. Costos de la Reestructuración Financiera	**-392**	**-281**	**-0,1**	**0,0**
5. Discrepancia Estadística	**-1.037**	**0**	**-0,2**	**0,0**
SECTOR PUBLICO CONSOLIDADO	**-17.713**	**-20.672**	**-3,2**	**-3,4**

Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito Público

Para 2011, el Ministerio de Hacienda y Crédito Público prevé un sobre recaudo de alrededor de 2% del PIB por cuenta de mayor rigurosidad en el cobro de los impuestos. En ese sentido, en caso de estallar la crisis europea, el país tendría espacio para aplicar una política fiscal contractiva y reducir el efecto en crecimiento económico sin afectar la deuda del GNC que hoy bordea el 38% del PIB (Gráfico 10).

Gráfica 10 **Deuda del GNC**

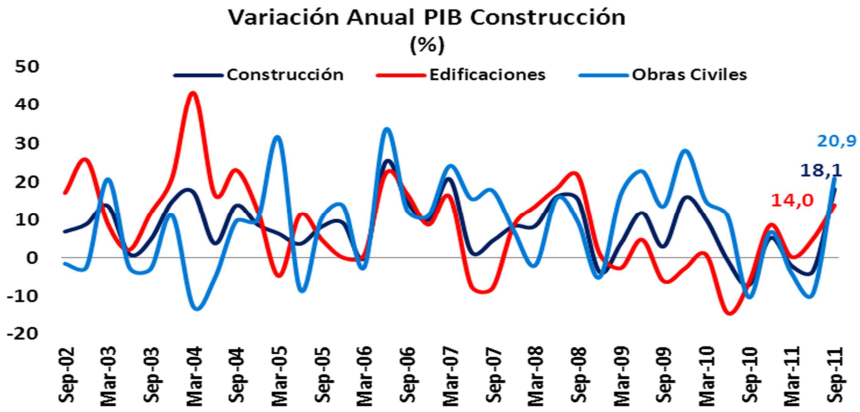


Fuente: Ministerio de Hacienda y Crédito PúblicO

1.6 Sector Constructor

Finalmente despegó el PIB de la construcción. Luego de caídas recurrentes durante el primer y segundo trimestre de 2011 (-2,8% en promedio), la construcción logró alcanzar tasas de crecimiento de 18,1% para septiembre. Este comportamiento obedece tanto a la ejecución de las obras civiles (20,9%) como al buen comportamiento de las edificaciones (14%). En particular, el repunte de obras civiles es consecuencia del desarrollo de infraestructura para la minería y la generación eléctrica (48%), la construcción de parques y estadios (34%) y la realización de vías y carreteras (17,8%). Por otro lado, el crecimiento de las edificaciones está relacionado con el dinamismo de las iniciaciones de proyectos no residenciales, que para septiembre de 2011 aportó alrededor de 11,2 puntos a la variación anual del área iniciada en las quince áreas metropolitanas (20,8%). Además, el área de los proyectos residenciales iniciados creció 12% en el mismo período, aportando 9,6 puntos al crecimiento. Se destacó el desempeño del segmento VIS, que creció 25% para el período en mención.

Gráfica 11

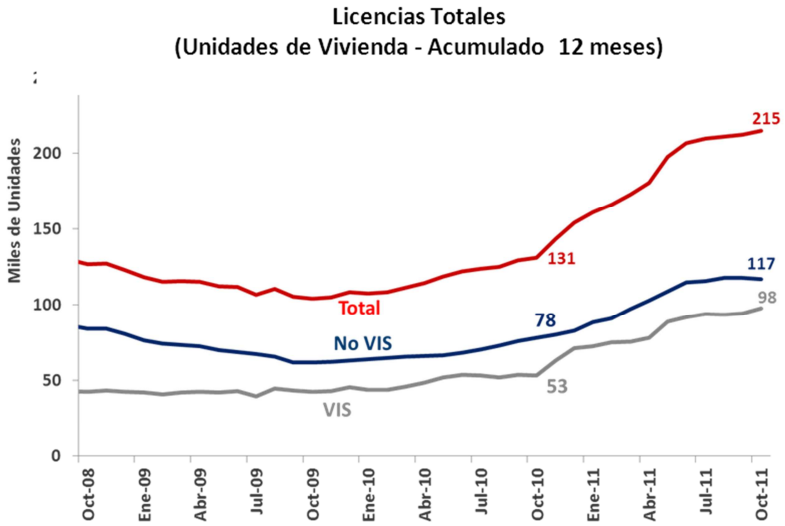


Fuente: Dane

1.6.1 Licencias de Construcción

Las licencias de construcción se encuentran en máximos históricos. A octubre de 2011, el total de unidades licenciadas ascendió a 215 mil, con crecimientos del 65%. Este fenómeno obedece en parte a la aplicación de la nueva norma de sismo resistencia NSR-10 que obligó a los constructores a mejorar los estándares de desarrollo de proyectos. El incremento se explica porque muchos constructores se anticiparon a solicitar licencias para evitar los mayores costos de estas nuevas exigencias. Adicionalmente, el crecimiento de las licencias apunta a la meta del Gobierno de construir 250 mil viviendas durante 2012, objetivo que se orienta al segmento VIS que crece a tasas del 75% anual y que es superior al crecimiento de No VIS (50%).

Gráfica 12



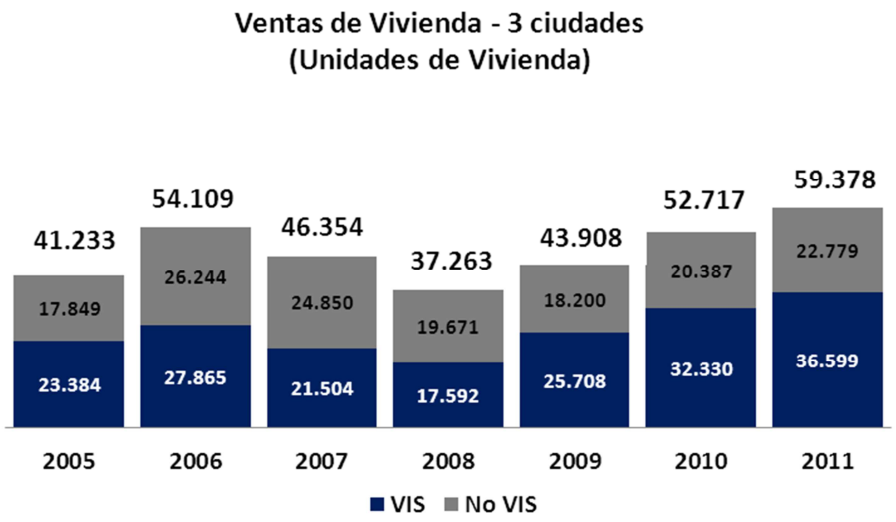
Fuente: Dane

1.6.2 Ventas

El número de unidades vendidas de vivienda en las tres ciudades principales durante 2011 ascendió a 87 mil, dato que corresponde a transacciones por un valor de $11,8 billones (Gráfico 13). Las unidades de vivienda vendidas crecieron 13% en unidades y 24% en valor con respecto a 2010, manteniendo a lo largo del año una tendencia creciente, con excepción de los últimos meses donde ya se observa una moderación de la demanda.

El análisis por ciudades sugiere que Medellín lidera el crecimiento de las ventas tanto en unidades como en valor en el 2011 (19,1% y 27,8% respectivamente), seguido por Bogotá (11,5% y 17,2%). El bajo crecimiento de Cali en unidades vendidas responde a la culminación de los recursos disponibles para subsidios de vivienda de interés social por parte de las Cajas de Compensación Familiar.

Gráfica 13

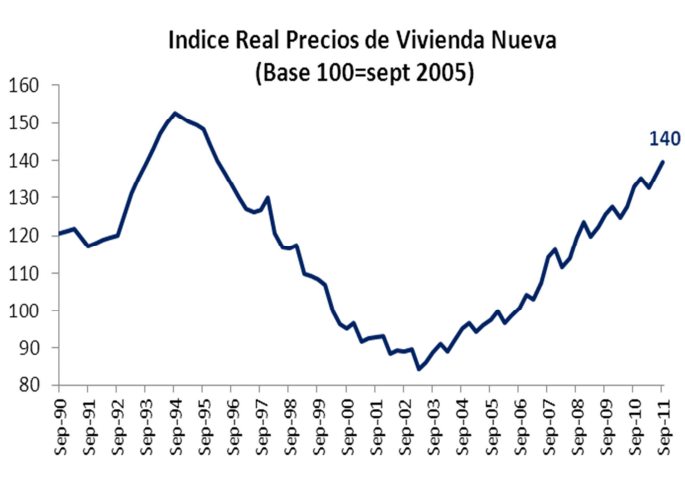


Fuente: Galería Inmobiliaria y Cálculos TC

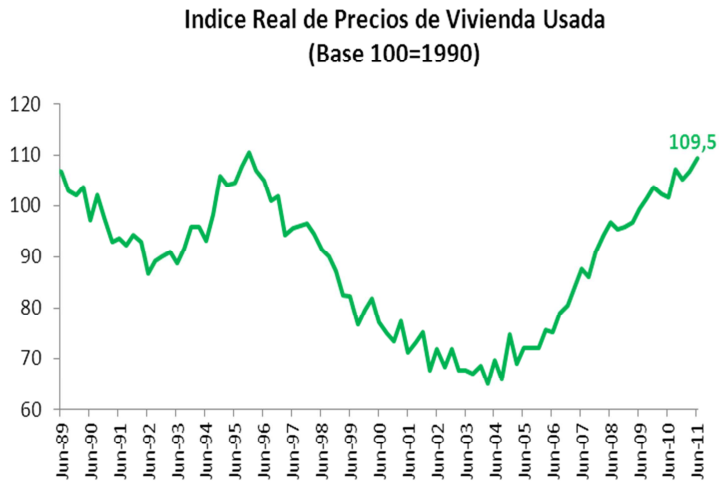
1.6.3 Precios

Los precios de vivienda en 2011 alcanzaron los niveles observados antes de la crisis hipotecaria de 1999 (Gráfica 14a y 14b). No obstante, creemos que este incremento en los precios está sustentado en los fundamentales de vivienda y no obedece a la formación de una burbuja. A continuación expondremos los argumentos por el lado de la demanda y por el lado de la oferta.

Gráfica 14a



Gráfica 14b



Fuente: Dane, Camacol y Cálculos TC

1.6.3.1 Demanda

Las buenas condiciones económicas y la creación de empleos han mejorado el ingreso de los hogares. Esto hace pensar que el crecimiento en los precios de la vivienda se encuentra alineado con el incremento en el ingreso, lo que en términos relativos hace ver a los precios de vivienda en niveles normales. Para la muestra, la relación entre el precio por metro cuadrado y el PIB per cápita ascendió a 37% en 1996, mientras que en 2011 se estima alcance tan solo 24%. Además, el incremento de los precios de la vivienda no se ha traducido en una mayor carga financiera para los hogares.

Durante la crisis este indicador se ubicó en 25% (12,5% para sólo deuda hipotecaria) y actualmente se encuentra en 15% (sólo hipotecaria 2,3%). Entonces, los hogares tienen espacio para endeudarse sin riesgo a incumplir sus deberes crediticios y desencadenar una desvalorización acelerada en el precio de los activos.

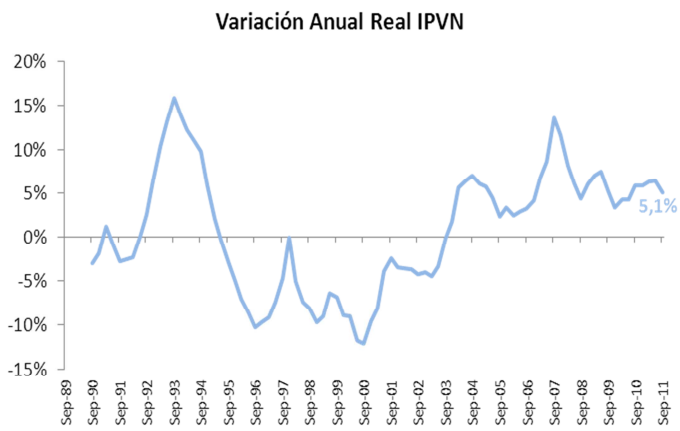
1.6.3.2 Oferta

El modelo de negocio de la construcción de vivienda impide que los precios se desplomen repentinamente. La estrategia de preventas de los constructores implica que no se inicie la obra hasta tanto no se obtenga el punto de equilibrio del proyecto. Así, una reducción en la demanda por vivienda no se traduce en mayor acumulación de inventarios, razón por la que los precios no se reducirían drásticamente.

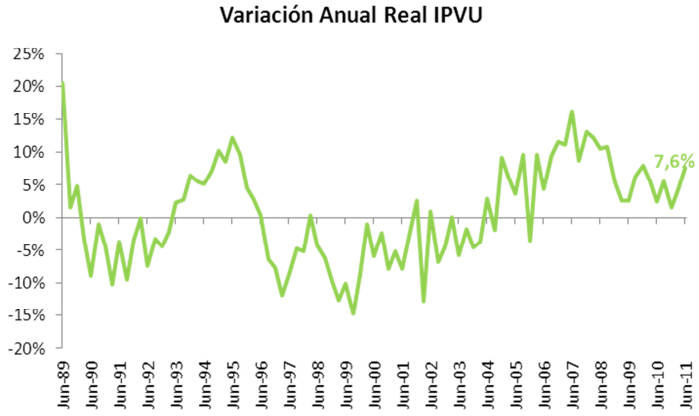
Gran parte de los incrementos en el precio de la vivienda se deben a aumentos en el costo de los insumos para la construcción. La demanda externa por materias primas como el acero y el hierro han presionado al alza el Índice de Costos de Construcción de Vivienda, que a octubre de 2011 crecía al 6,5%, el punto más alto desde agosto de 2008 (7,1%). A esto se le suma la falta de disponibilidad de suelo por ser el fin del ciclo del Plan de Ordenamiento Territorial (POT) y los mayores costos que implica la construcción bajo la nueva norma de sismo resistencia.

Por estas razones, cuando se analiza la variación de los precios en términos reales (Gráfica 15a y 15b), el crecimiento observado a septiembre de 2011 asciende a 6,5% y 7,5% para vivienda nueva y usada respectivamente, datos que no son alarmantes ni a la luz del crecimiento real del PIB (5%), ni a la luz del promedio de crecimiento de los propios precios de vivienda desde 2003 (5,7% para nueva)

Gráfica 15a



Gráfica 15b



Fuente: Dane, Banco de la República y Cálculos TC

1.7 Financiación de Vivienda

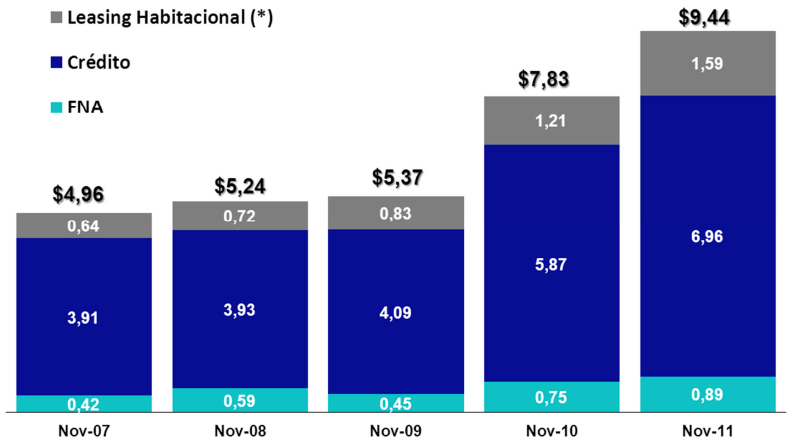
Los desembolsos de crédito hipotecario alcanzaron una cifra récord durante 2011. El acumulado de los desembolsos entre diciembre de 2010 y noviembre de 2011 ascendió a $9,4 billones y creció 21% con respecto al mismo período de un año atrás. No solo la colocación de créditos por parte de los bancos, si no también el desempeño del Leasing Habitacional y el Fondo Nacional del Ahorro contribuyeron al buen resultado. Con incrementos del 19%, 31% y 18% respectivamente la originación de este segmento de crédito se ubica en uno de los puntos más altos desde 2008 (Gráfica 16).

En especial el segmento VIS, que creció 24% entre el acumulado dic-10 y nov-11 y el mismo período de un año atrás, superó en 4% el segmento No VIS. Entonces, la originación de crédito para la vivienda social está aumentando su participación dentro del total al posicionarse con el 20,5%, 50 puntos básicos más que en 2010. Y no solo en valor, si no también en número de créditos. Del total de créditos desembolsados entre diciembre de 2010 y septiembre de 2011 (125.861), los de vivienda social han mantenido su participación en cerca del 50%, y presentan crecimientos del 8%.

Con respecto al tipo de crédito cabe mencionar que el valor de los créditos en tasa fija hoy representan el 92% del total de desembolsos, 2 puntos más que hace un año. Este resultado se explica en parte por la leve reducción que presentaron las tasas de interés del crédito hipotecario para vivienda diferente a VIS en pesos entre octubre y noviembre de 2011 (Gráfica 17).

Gráfica 16

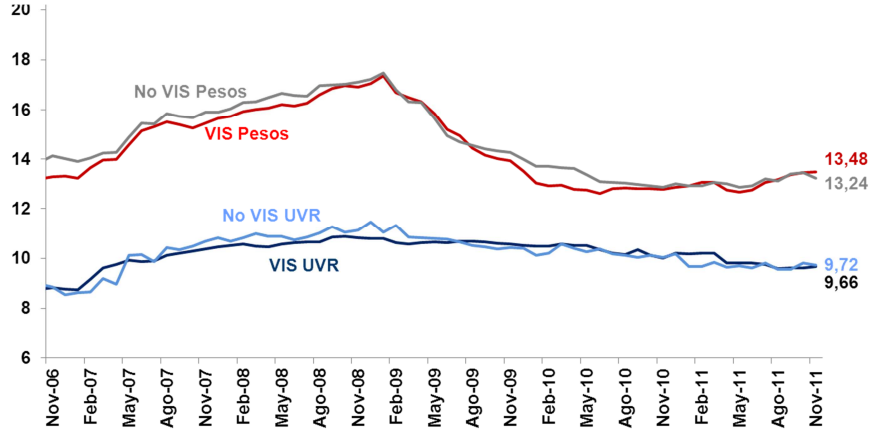
Desembolsos de Crédito Hipotecario
(Ac. 12 meses - Billones de Pesos)



Fuente: Superintendencia Financiera, Asobancaria y Cálculos TC
*Los desembolsos de Leasing Habitacional son una estimación de la TC con base en datos Asobancaria

Gráfica 17

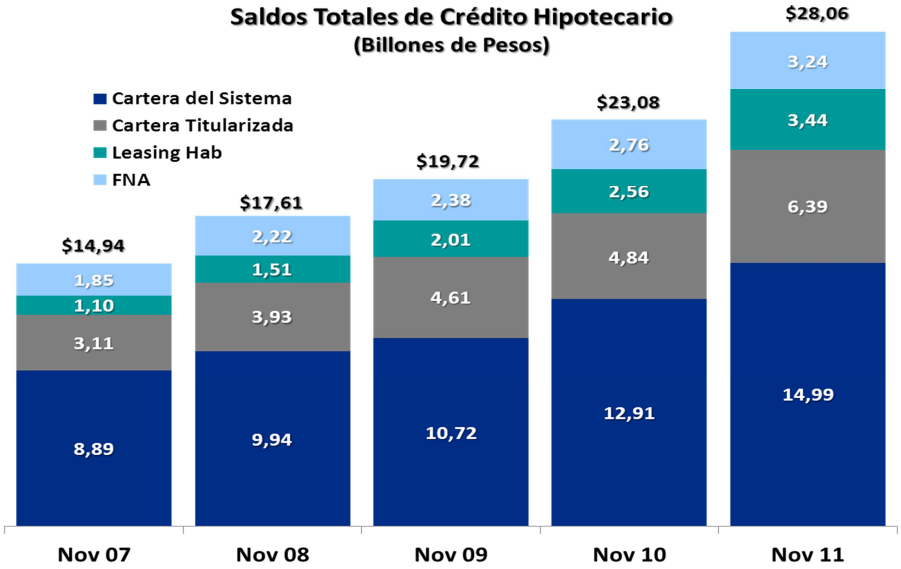
Tasa de Interés del Crédito Hipotecario (%)



Fuente: Superintendencia Financiera

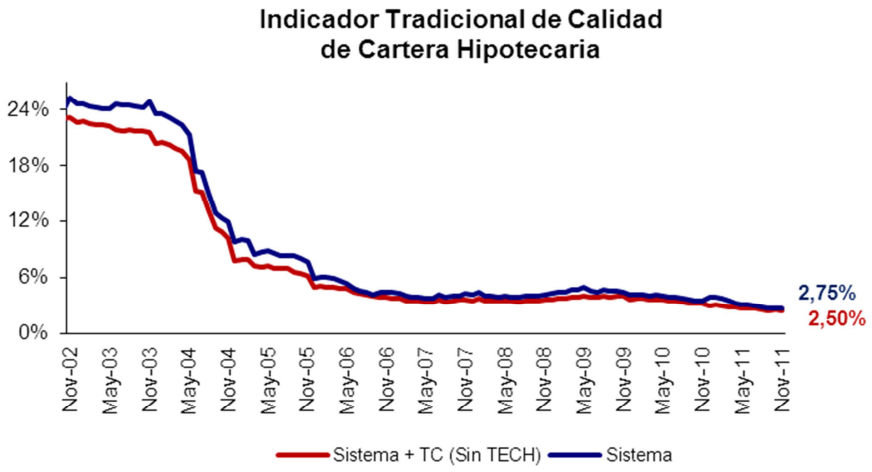
El buen comportamiento de los desembolsos permitió que a noviembre de 2011 la cartera ascendiera a $ 28 billones, 22% más que un año atrás. El mayor crecimiento lo presentan el Leasing Habitacional y la cartera titularizada (34% y 32% respectivamente), quienes participan con el 12% y 23% de la cartera total, respectivamente (Gráfico 18). Frente a esta tendencia positiva, el indicador de calidad para esta cartera registró una reducción entre noviembre de 2010 y noviembre de 2011 de 70 puntos básicos, ubicándose en 3,50% para el último mes (Gráfico 19).

Gráfica 18



Fuente: Superintendencia Financiera, Asobancaria y Cálculos TC

Gráfica 19



Fuente: Superintendencia Financiera

2. Mercado de Capitales

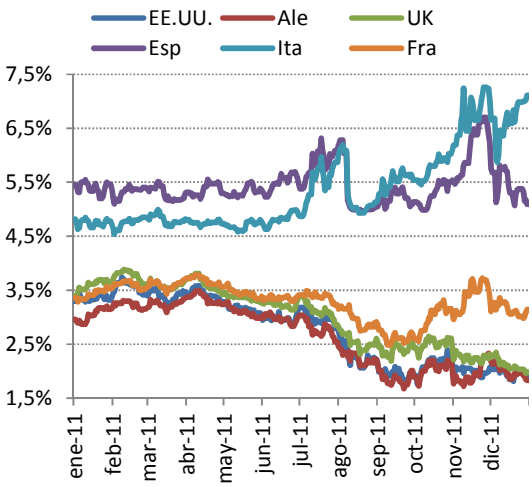
Durante el 2011 la turbulencia de los mercados internacionales, particularmente en Europa, continuó siendo el centro de atención ante el agravamiento de la crisis de deuda. Portugal se sumó a Grecia e Irlanda en el grupo de rescatados, surgieron serias dudas sobre la necesidad de rescate de Italia y España y tanto los emisores soberanos como corporativos tuvieron rebajas de su calificación crediticia, lo cual dificultó su acceso a los mercados de deuda y generó un aumento de las tasas de colocación de los instrumentos de renta fija y de la prima de riesgo, haciendo aún más evidente la división entre el centro y la periferia (Gráfico 20a y 20b). La adopción de medidas urgentes para hacerle frente a la crisis fue necesaria y

generó un mayor consenso entre los líderes europeos de la necesidad de darle continuidad a la unión monetaria con medidas fiscales más estrictas.

Gráfica 20a

Bonos Soberanos a 10 años

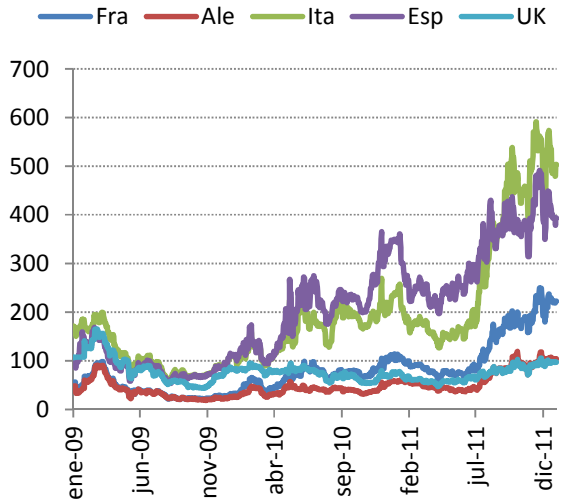
Fuente: Bloomberg



Gráfica 20b

CDS USD a 5 años

Fuente: Bloomberg

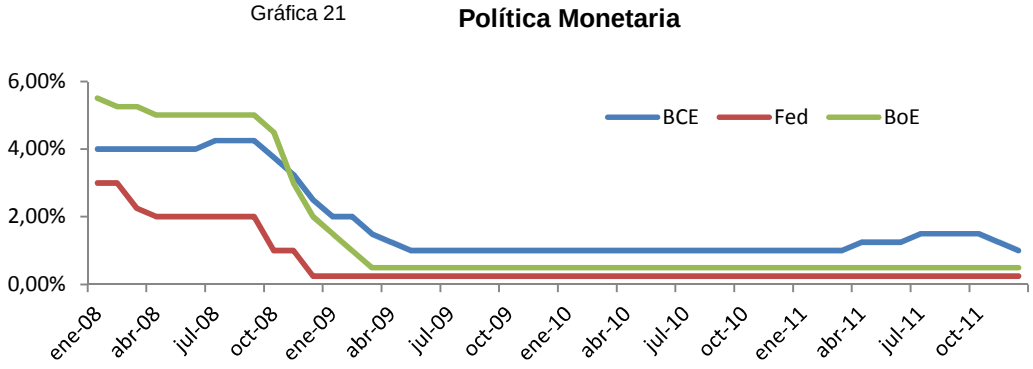


El escenario económico mundial en otras regiones fue igualmente complicado, no solo por el contagio de la crisis de deuda en Europa, sino también por condiciones locales complicadas: Estados Unidos se enfrentó en agosto a la rebaja de calificación de su deuda por S&P y en el tercer trimestre parecía inminente la recesión económica; Japón se puso a prueba con el terremoto y la crisis nuclear en marzo, así como con una fuerte revaluación de su moneda durante la mayor parte del año; China mostró signos de debilidad económica que amenazó al resto de países emergentes quienes lograban efectos marginales frente a la crisis económica y financiera de Europa.

2.1 Mercados Internacionales

Los bancos centrales fueron grandes protagonistas y la mayoría continuaron con la política monetaria expansiva con el objetivo de hacer frente a la restricción del crédito, facilitar la financiación a emisores soberanos y corporativos y promover el crecimiento económico. Las tasas de intervención en los países desarrollados llegaron a mínimos históricos (Gráfico 21). Adicionalmente, las estrategias se caracterizaron por la adopción de medidas no convencionales como el aumento de las compras de bonos soberanos y corporativos, la ampliación de colaterales recibidos en garantía, la “Operación Twist” mediante la cual la reserva Federal sustituyó en su balance bonos de corto plazo por largo plazo y la promoción de liquidez del Banco Central Europeo a través de créditos a los bancos comerciales en condiciones preferenciales de mayor plazo y menor tasa.

Gráfica 21

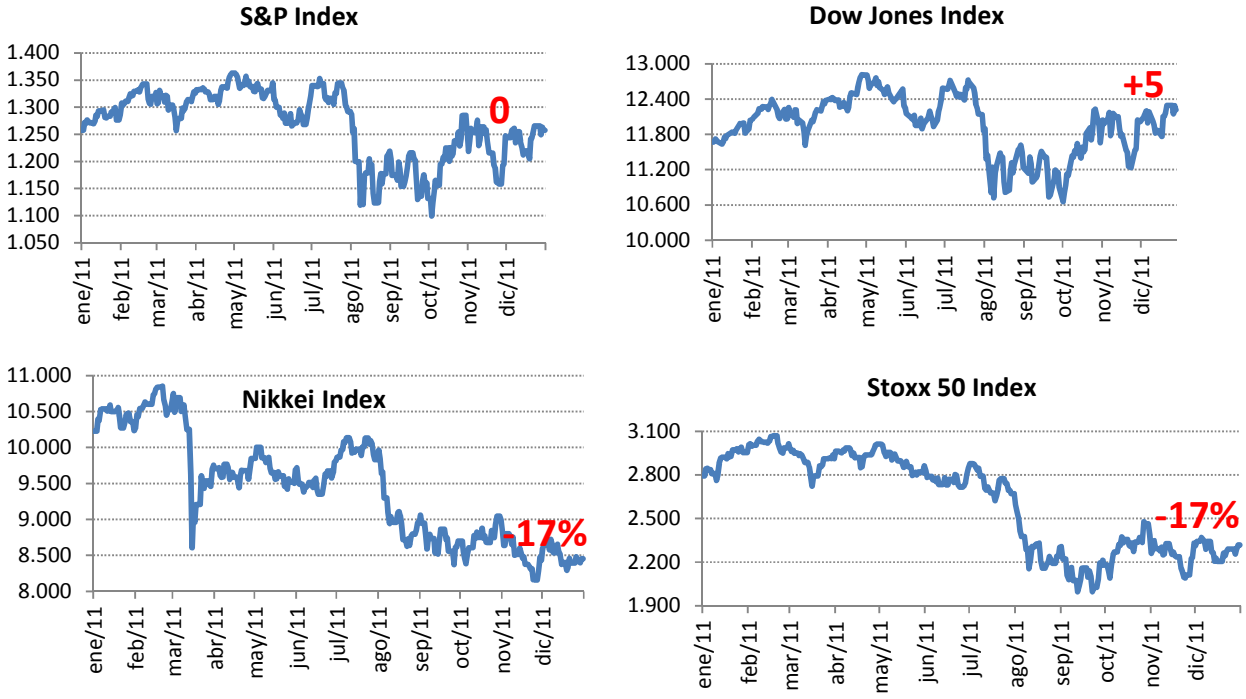


Fuente: Bloomberg

La turbulencia en el mercado de deuda soberana se reflejó en el mercado accionario. En el primer semestre del año la renta variable tuvo un comportamiento bastante estable a nivel global, salvo en marzo cuando el tsunami en Japón afectó a las bolsas mundiales y generó fuertes desvalorizaciones. El segundo semestre se caracterizó por una fuerte volatilidad y desvalorización de los activos, liderado por acciones de entidades financieras por el recrudecimiento de la crisis de deuda en Europa. La recuperación en los últimos meses fue lenta y desigual: en Estados Unidos la publicación de datos económicos mejores a los esperados en el último trimestre del año impulsó la recuperación accionaria, mientras en Europa y Japón los principales índices bursátiles terminaron por debajo del nivel al inicio de año y la perspectiva no es favorable, teniendo en cuenta las posibilidades de recesión en 2012 (Gráfico 22)

Índices Accionarios

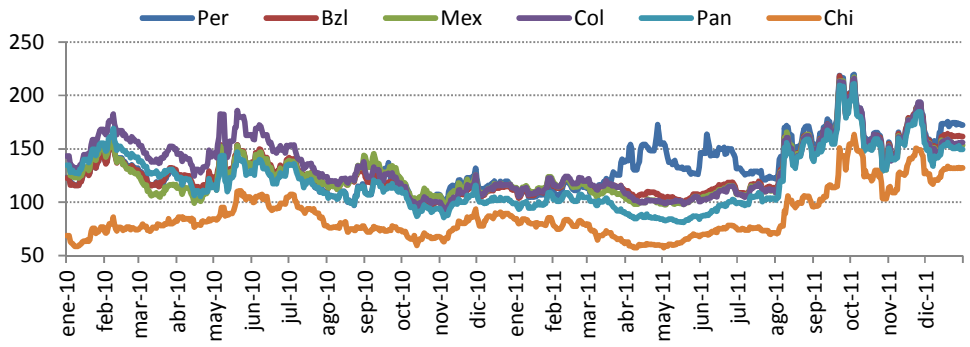
Gráfica 22 Fuente Bloomberg



Los mercados latinoamericanos no fueron ajenos a la volatilidad y especialmente en el segundo semestre las monedas de la región sufrieron fuertes devaluaciones y se vio un aumentó de la prima de riesgo (Gráfico 23). Solo hasta el último mes del año la prima de riesgo y la volatilidad se disminuyeron y los activos reflejaron en mayor medida los fundamentales positivos de la región.

Gráfica 23

CDS 5 años USD LatAm



Fuente: Bloomberg

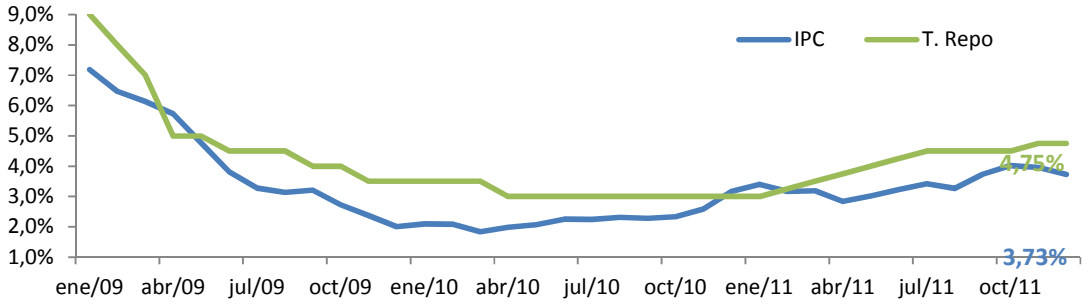
2.2 Mercados Nacionales

2.2.1 Renta Fija

La inflación en 2011 se ubicó dentro del rango meta (2%-4%), cerrando el año en 3,73%. El dato final se compara con el 3,30% esperado por el mercado a finales de 2010 resultando mayor producto de la presión sobre los precios de los alimentos por la ola invernal, los altos precios internacionales de las materias primas y la devaluación de la tasa de cambio en la segunda mitad del año. El deterioro de las expectativas de inflación y las buenas perspectivas de crecimiento económico llevaron a un cambio de postura en la política monetaria después de mantener la tasa de referencia durante 10 meses consecutivos en 3%, nivel históricamente bajo. En febrero el Banco de la República inició la subida de tasas acumulando en el año siete incrementos de 25 puntos básicos y cerrando en 4,75% (Gráfico 24).

Gráfica 24 Fuente Bloomberg

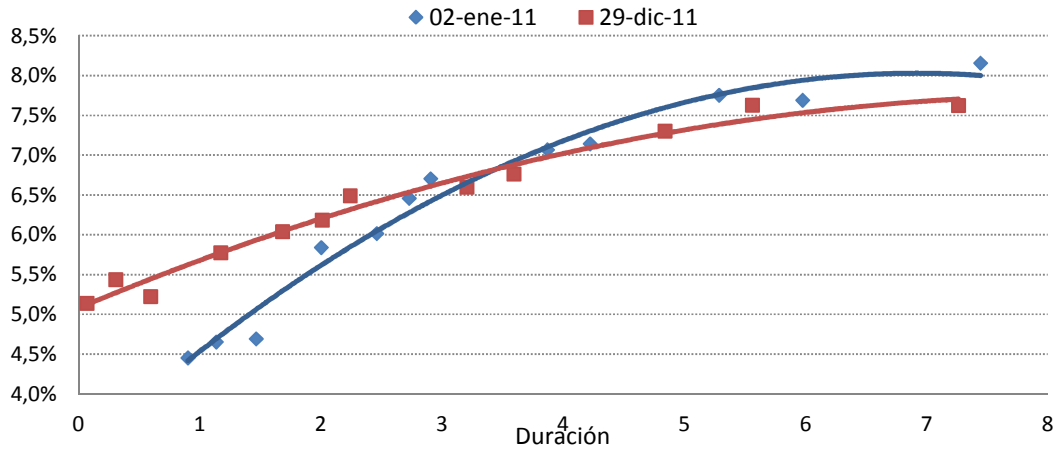
Inflación y Política Monetaria



La curva de rendimientos de los TES Tasa fija tuvo un fuerte aplanamiento producto de la política monetaria contractiva. La parte larga de la curva tuvo una valorización promedio de 35 puntos básicos mientras la parte corta, por el contrario, se desvalorizó en promedio 66 puntos básicos, producto del aumento de tasas de intervención y del mayor costo de fondeo (Gráfico 25). La diferencia entre las tasas de corto y largo plazo que al inicio del año era de alrededor de 350 puntos básicos, en diciembre se ubicó en 240 básicos (Gráfico 26).

El aplanamiento de la curva de rendimientos también fue producto del buen desempeño fiscal producto de un recaudo tributario ($86,4 billones) que superó ampliamente la meta inicial del gobierno ($76 billones) y que llevó a un déficit del sector público consolidado del 2,9% del PIB, frente al 3,4% esperado inicialmente.

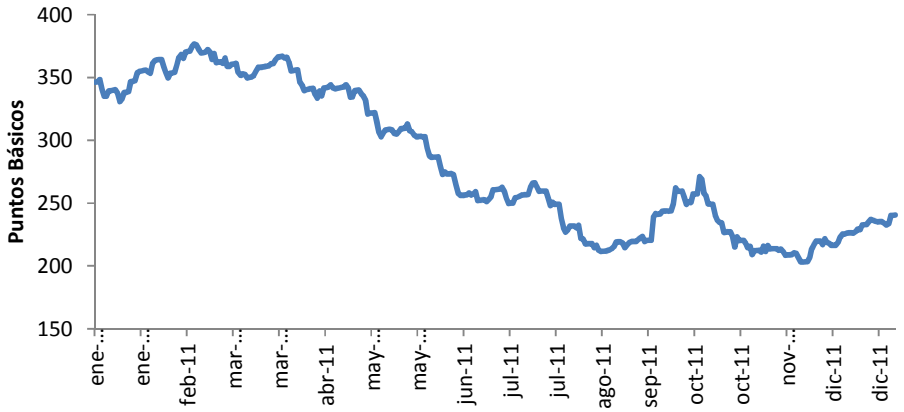
Gráfica 25 **Curva de Rendimientos TES**



Fuente: TC, BVC

Gráfica 26

Diferencia en Tasas de Corto y Largo Plazo



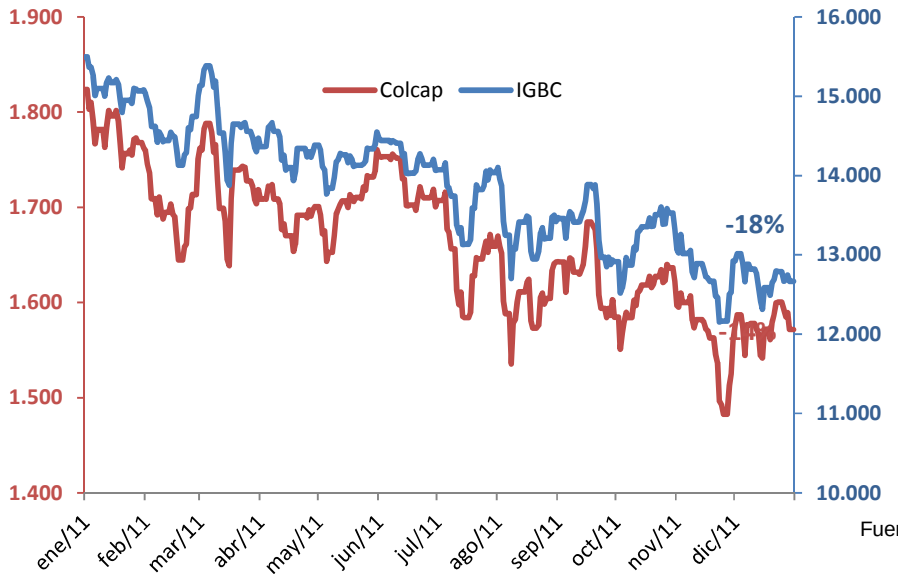
Fuente: TC, BVC

2.2.2 Renta Variable

Los índices accionarios sufrieron fuertes desvalorizaciones en 2011 a pesar de los buenos resultados de las empresas colombianas, producto del contagio de la crisis financiera internacional y la aversión al riesgo que llevó a los inversionistas a preferir activos más seguros y a salir de mercados emergentes. Adicionalmente la cifra record de emisión de acciones por $12.9 billones durante el año, generó presiones de oferta en el mercado. El índice Colcap perdió un 14%, mientras el IGBC cayó un 18% durante el año (Gráfico 27).

Gráfica 27

Índices Bursátiles

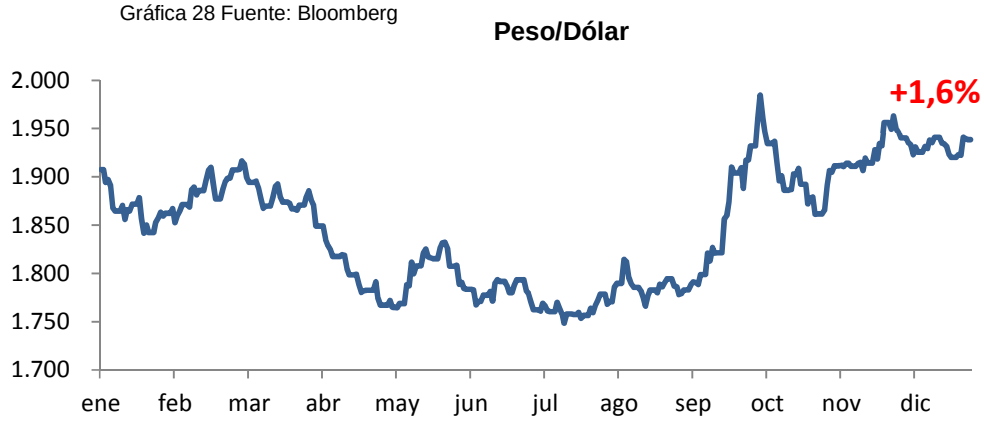


Fuente: Bloomberg

2.2.3 Dólar

La tasa de cambio tuvo una devaluación de 1,6% en 2011, si bien durante el año tuvo bastante volatilidad. En el primer semestre hubo una apreciación del tipo de cambio debido a la subida de calificación crediticia a grado inversión por parte de las 3 principales agencias calificadoras (S&P BBB-, Moody's Baa3, Fitch BBB-) y a la menor aversión al riesgo global que permitió que la divisa reflejara los fundamentales de la economía nacional. La tasa de cambio alcanzó en julio un mínimo de COP 1.743, en medio de un escenario de compras diarias del Banrep de por lo menos USD 20 millones, que ayudó a moderar la apreciación. En la segunda mitad del año el complejo panorama internacional produjo una fuerte devaluación de la divisa colombiana, en línea con las demás monedas de la región, que llevó a la tasa de cambio a COP 1.985 en octubre, para cerrar el año en COP 1.939 (Gráfico 28).

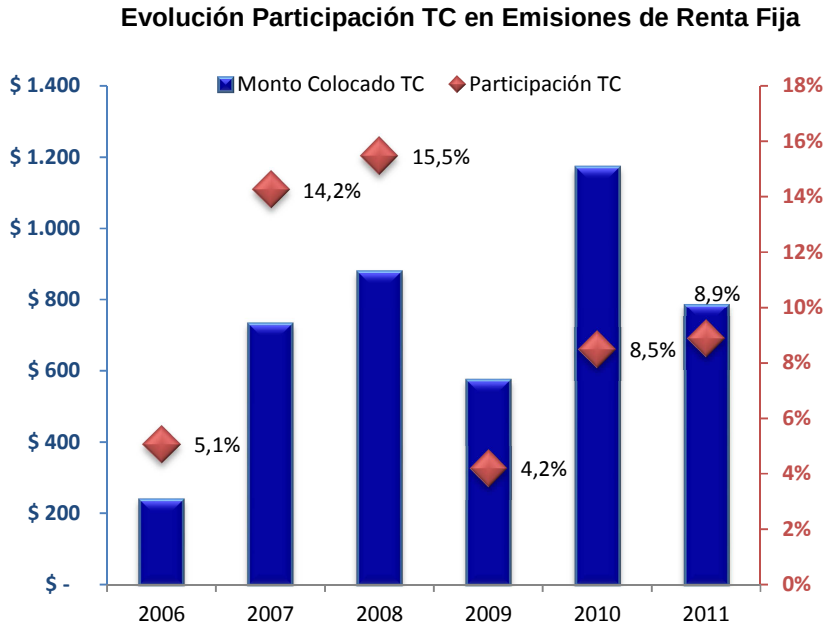
Gráfica 28 Fuente: Bloomberg



2.2.4 Títulos Hipotecarios (TIPS)

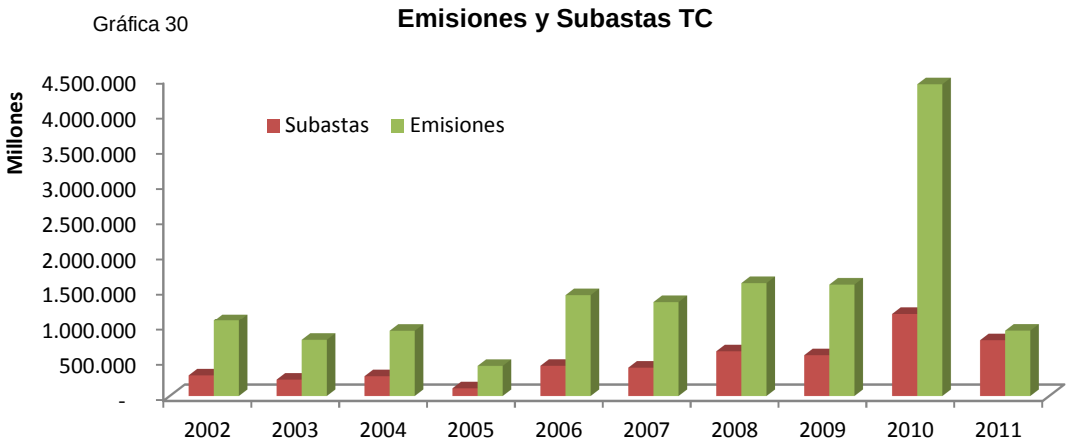
Las emisiones de renta fija en el mercado en 2011 ($8,8 billones) fueron un 36% inferior a 2010, año en el cual llegaron a $13,7 billones. La Titularizadora realizó colocaciones en el mercado por un total de $786.000 millones, representando el 8,9% del total colocado (Gráfico 29). En total el monto emitido por la Titularizadora fue de $921.000 millones.

Gráfica 29



Fuente: TC, BVC

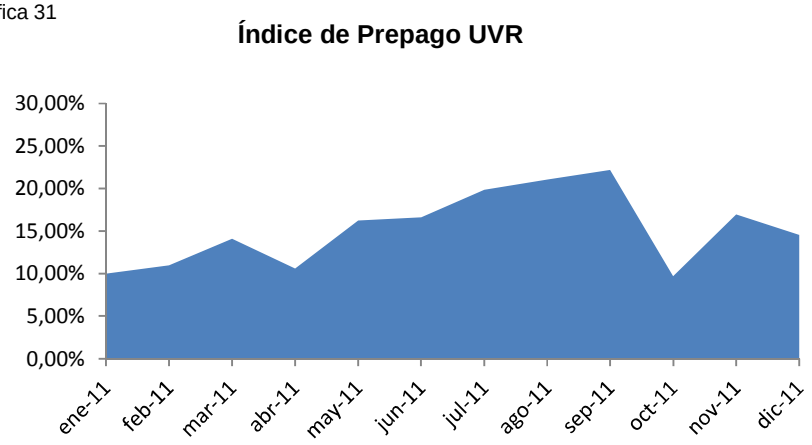
Gráfica 30



Fuente: TC

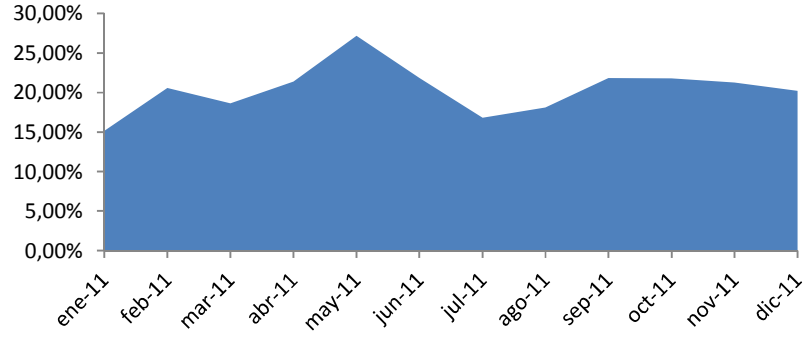
Las variables de mayor relevancia en el comportamiento de las emisiones de títulos hipotecarios (el índice de prepagos y el indicador de mora) tuvieron un comportamiento relativamente estable durante el año, es así como el indicador promedio de prepagos para las emisiones en UVR en el 2010 estuvo en un 15,23% y para las emisiones en pesos en un 23,31% (Gráficos 31 y 32).

Gráfica 31



Fuente: TC *Promedio simple de prepagos para emisiones en UVR*

Gráfica 32

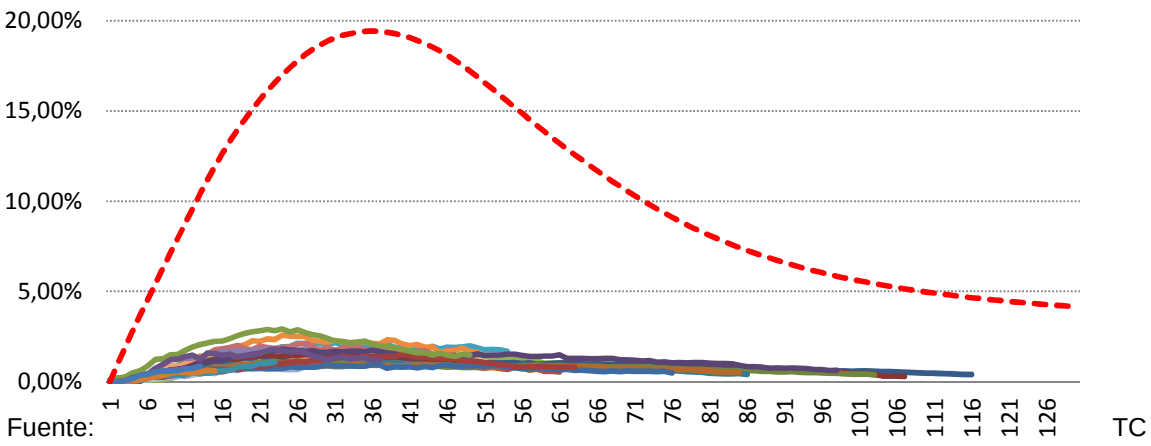


Fuente: TC *Promedio simple de prepagos para emisiones en Pesos*

En cuanto al riesgo de crédito, el análisis de cosechas de las emisiones muestra que los niveles actuales se encuentran bastante alejados de los escenarios de estrés de las mismas, razón por la cual todas las emisiones TIPS (tanto en UVR como en pesos) para sus títulos *senior* (clase A) mantienen la más alta calificación crediticia AAA (Gráfico 33).

Gráfica 33

Indicador de Mora >120 días con recuperación sobre saldo a la fecha de emisión



Fuente:

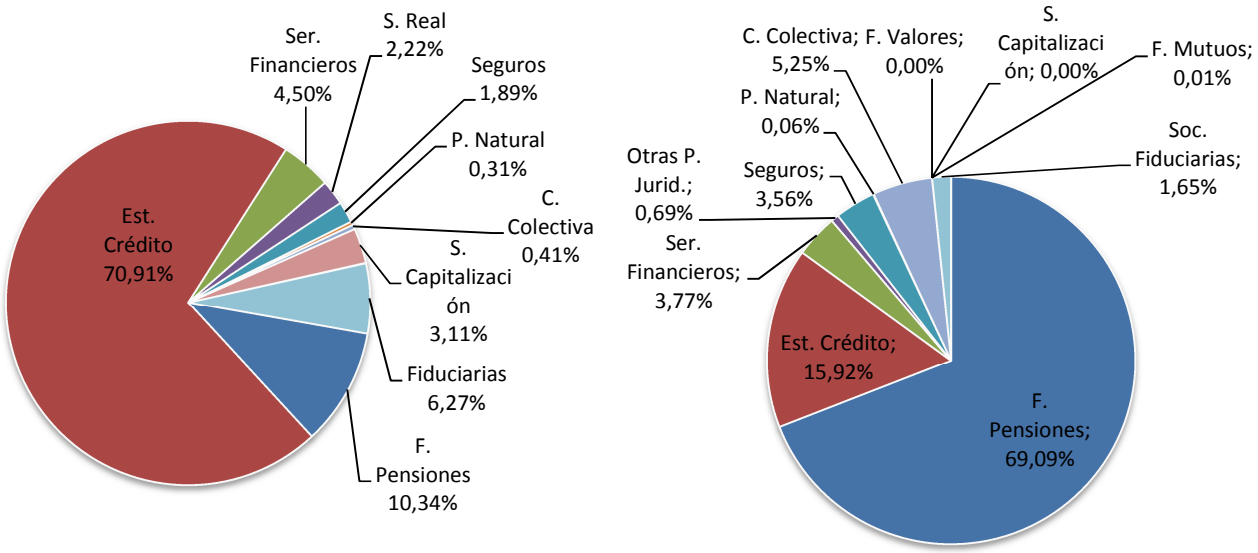
Nota: en este gráfico se muestra el indicador del nivel de mora mayor a 120 días sobre saldo de la emisión. Las líneas punteadas corresponden al percentil 97.5% de la emisión TIPS Pesos A E-9 y al estrés máximo de los TIPS A de esa misma emisión

3. Emisiones de los Títulos Hipotecarios

Durante el año se realizaron 3 emisiones de títulos hipotecarios por $921 mil millones todas denominadas en Pesos, en los meses de junio, septiembre y noviembre, completando un total de 35 emisiones por un valor cercano a $15 billones, cuyo saldo a diciembre era de $5,7 billones.

El principal cambio en 2011 fue la realización de emisiones de TIPS sin exención tributaria producto de la finalización del beneficio en diciembre de 2010. Los efectos más relevantes de la finalización de la exención fueron el aumento del porcentaje de títulos de la serie *senior* colocados en el mercado a través de subasta holandesa, el cual fue del 85% y un importante cambio en las adjudicaciones en favor de inversionistas exentos, principalmente fondos de pensiones, quienes tuvieron el 69% de las adjudicaciones del año, en comparación al 10% en 2010 (Gráfico 34).

Gráfica 34 **Distribución Adjudicaciones 2010 - 2011**



Fuente: TC

4. Comportamiento de las Emisiones

4.1 Comportamiento de las Emisiones TIPS

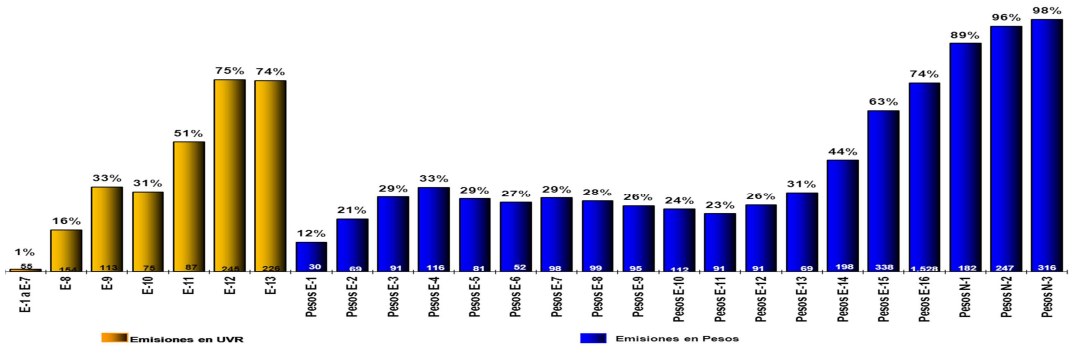
Durante el año 2011 la compañía alcanzó la suma de 14.8 billones de pesos en emisiones de Títulos Hipotecarios Clase A con calificación AAA, De este total el 54% se ha realizado en pesos y el 46% en moneda UVR. Los TIPS clase A en circulación registran a diciembre 31 un saldo de 4.8 billones de pesos, con un porcentaje total de amortizaciones del 67% sobre el capital emitido.

Dada la dinámica reciente de desembolsos del mercado, el inventario de emisiones de TIPS pesos clase A al cierre de este año representan el 80% sobre el saldo total de TIPS. Los pagos de capital e intereses han sido realizados teniendo en cuenta la prelación de pagos establecida para tal efecto en los prospectos y reglamentos (Gráfica 35).

A continuación se ilustra el saldo de las diferentes emisiones y su nivel de amortización.

Gráfica 35

Emisiones de Títulos TIPS A Diciembre 2011*
Saldo y Porcentaje pendiente de Pago TIPS Clase A
(cifras en MMM de pesos)



Valores calculados con la UVR al 31 diciembre de 2011 Fuente: TC

Durante el mes de octubre se presentó y formalizó la causal de liquidación anticipada definida para la emisión TIPS E-2 de cartera UVR, en el Reglamento de Emisión. Para el efecto, con fecha 18 de octubre se cumplieron los requerimientos definidos en el Reglamento de Emisión TIPS E-2 y se adelantó el proceso de liquidación de la emisión, dando así inicio al trámite de cancelación de los TOPS E-2 en el Registro Nacional de Valores y Emisores.

4.1.1 Cartera Titularizada

El saldo de la cartera de las emisiones TIPS de la Titularizadora Colombiana al cierre de diciembre de 2011 cerró con un total de $ 6.2 billones, representado en 163.701 créditos hipotecarios. La participación en valor de la cartera diferente de VIS corresponde al 85.9%. La composición en cada una de las emisiones se puede observar a continuación:

Composición de Cartera por Tipo Saldos de Capital a Diciembre 31 de 2011 ($MM)

Emisión	Créditos Vis	Participación	Créditos NoVis	Participación	Total
E-1	6.338	40,9%	9.144	59,1%	15.482
E-3	16.158	68,3%	7.487	31,7%	23.645
E-4	16.012	71,0%	6.542	29,0%	22.554
E-5	20.007	67,8%	9.515	32,2%	29.522
E-6	9.949	32,2%	20.951	67,8%	30.900
E-7	4.952	16,7%	24.622	83,3%	29.575
E-8	64.524	29,1%	157.471	70,9%	221.995
E-9	71.810	47,4%	79.735	52,6%	151.544
E-10	31.696	31,7%	68.276	68,3%	99.972
E-11	54.669	47,5%	60.313	52,5%	114.982
E-12	202.720	0,0%	89.962	30,7%	292.682
E-13	125.595	0,0%	152.235	54,8%	277.830
PESOS E-1	-	0,0%	53.834	100,0%	53.834
PESOS E-2	-	0,0%	100.539	100,0%	100.539
PESOS E-3	-	0,0%	115.466	100,0%	115.466
PESOS E-4	-	0,0%	148.044	100,0%	148.044
PESOS E-5	80	0,0%	109.088	99,9%	109.168
PESOS E-6	-	0,0%	72.016	100,0%	72.016
PESOS E-7	-	0,0%	133.713	100,0%	133.713
PESOS E-8	-	0,0%	137.170	100,0%	137.170
PESOS E-9	-	0,0%	134.424	100,0%	134.424
PESOS E-10	-	0,0%	170.697	100,0%	170.697
PESOS E-11	73	0,0%	146.604	99,9%	146.677
PESOS E-12	1.120	0,0%	134.437	99,2%	135.557
PESOS E-13	832	0,0%	96.368	99,1%	97.200
PESOS E-14	-	0,0%	263.720	100,0%	263.720
PESOS E-15	-	0,0%	418.287	100,0%	418.287
PESOS E-16	246.486	0,0%	1.550.002	86,3%	1.796.487
PESOS N-2	-	0,0%	281.808	100,0%	281.808
PESOS N-1	-	0,0%	209.049	100,0%	209.049
PESOS N-3	-	0,0%	357.948	100,0%	357.948
Total	873.021	14,1%	5.319.464	85,9%	6.192.485

El total de la cartera titularizada hasta el 2011 ha mostrado un buen comportamiento en el nivel de recaudo permitiendo atender los pagos programados de capital y de intereses en cada emisión y la realización de pagos anticipados a capital de conformidad con lo establecido en los prospectos de cada emisión.

Dentro de la cartera titularizada, se cuenta con aquella que recibe el incentivo de cobertura FRECH dado por el gobierno para ampliar las opciones de financiación de vivienda. La cifra al cierre de 2011 asciende a 927 mil millones de pesos con una participación del 15% sobre el total de la cartera titularizada.

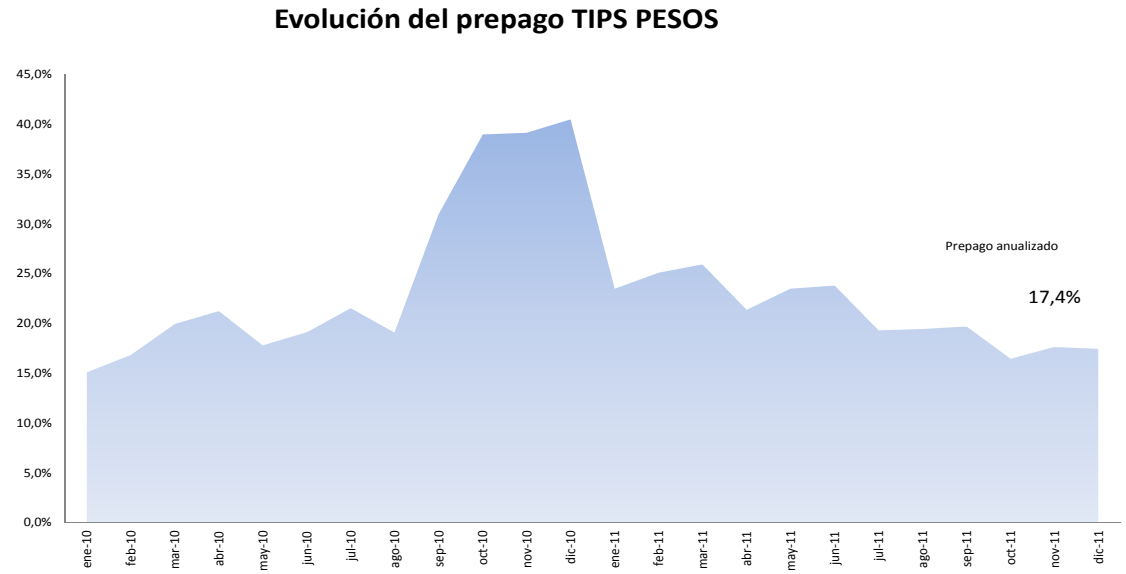
Dentro de la identificación del perfil de riesgo para los portafolios de cartera titularizada la relación saldo del crédito / valor de la garantía o *LTV* (por su sigla en inglés – *Loan to Value*) permite identificar el margen que puede tener el acreedor ante un eventual deterioro en el precio del inmueble o una situación de mora. Este margen se mantiene en niveles muy favorables, como se observa en el cuadro de rango LTV, al cierre del año el 53.66 % de cartera registra una relación *LTV* inferior al 50%, el 44.76% mantiene una relación *LTV* entre el 50% y el 70%, el 1.16% concentra una relación entre el 70% y el 80% y tan solo un 0.42% de créditos muestra una relación mayor al 80%.

RANGO LTV	Saldo	%
> 80%	25.838	0,42%
70% - 80%	71.770	1,16%
50% - 70%	2.771.879	44,76%
0-50%	3.322.998	53,66%
TOTAL CARTERA	6.192.485	100,00%

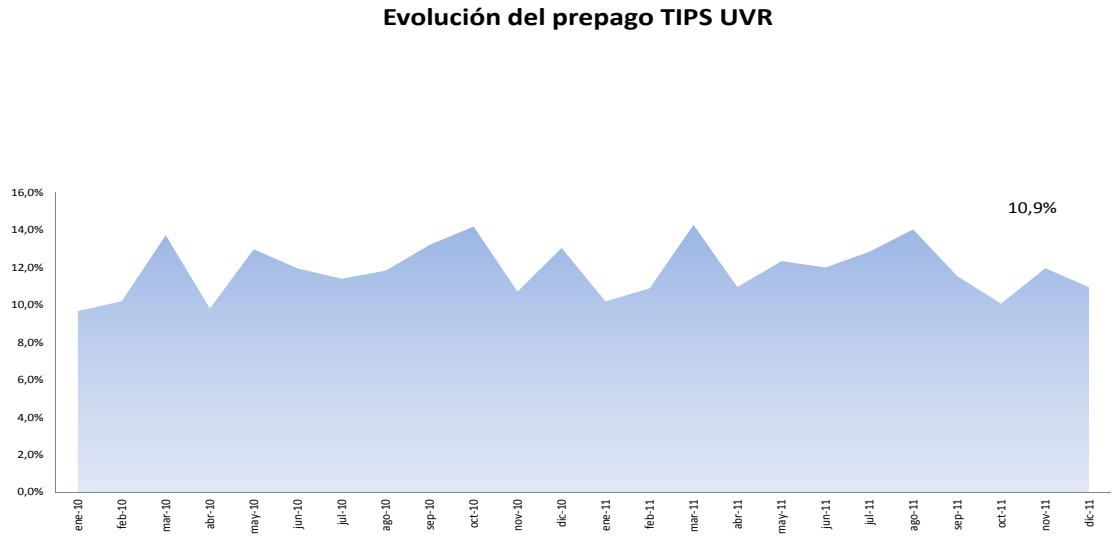
4.1.2 Prepagos de la cartera

Dentro del comportamiento de la cartera hipotecaria se tiene contemplado la posibilidad del deudor para realizar cancelaciones anticipadas voluntarias totales o pagos parciales de los créditos; en este mismo contexto también se consideran operaciones de cesión de créditos hipotecarios hacia otras entidades financieras por solicitud directa del deudor, todo lo anterior conforme a la Ley de Vivienda. Este tipo de operaciones se recogen con un indicador de prepagos, el cual como se observa en las gráficas, para el 2011 registró un 17.4% anualizado para la cartera denominada en pesos y un 10.9% anualizado para la cartera denominada en UVR. El comportamiento en pesos es mayor que el de UVR pero comparado con los años anteriores, registra un leve descenso que se puede asociar al comportamiento reciente de las tasas de interés y el mayor dinamismo de los desembolsos en pesos. El comportamiento de los prepagos en la cartera en UVR que se registra para los últimos años ha presentado estabilidad (Gráfica 36 y 37).

Gráfica 36 Fuente: TC



Gráfica 37 Fuente: TC



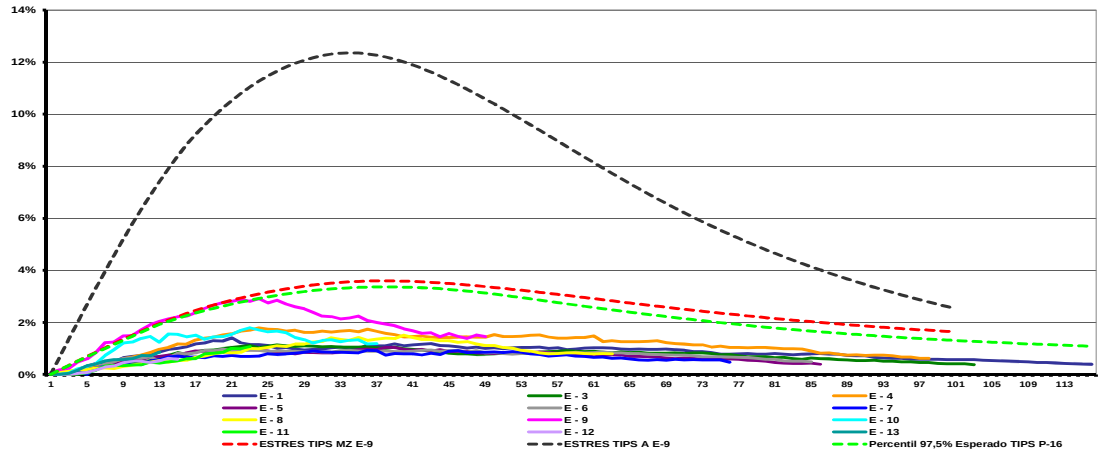
4.1.3 Pagos de la Cartera

El buen hábito de pago de los deudores de la cartera titularizada permitió que los niveles de mora mantuvieran su comportamiento durante lo corrido del 2011, circunstancia reflejada en los buenos indicadores de mora que alcanzaron las diferentes emisiones. De manera particular el excelente comportamiento de la cartera en frente de los niveles de mora de los escenarios de máximo deterioro proyectado, ha permitido mantener la más alta calificación crediticia de los TIPS.
Los gráficos presentados a continuación reflejan el nivel de cartera en mora superior a 120 días y los niveles de BRP (bienes recibidos en dación en pago) de

las diferentes emisiones, frente a los niveles proyectados en el escenario de máximo deterioro para cada mes de vigencia de las emisiones tanto en UVR como en Pesos, resaltándose el excelente comportamiento de los portafolios titularizados durante 2011.

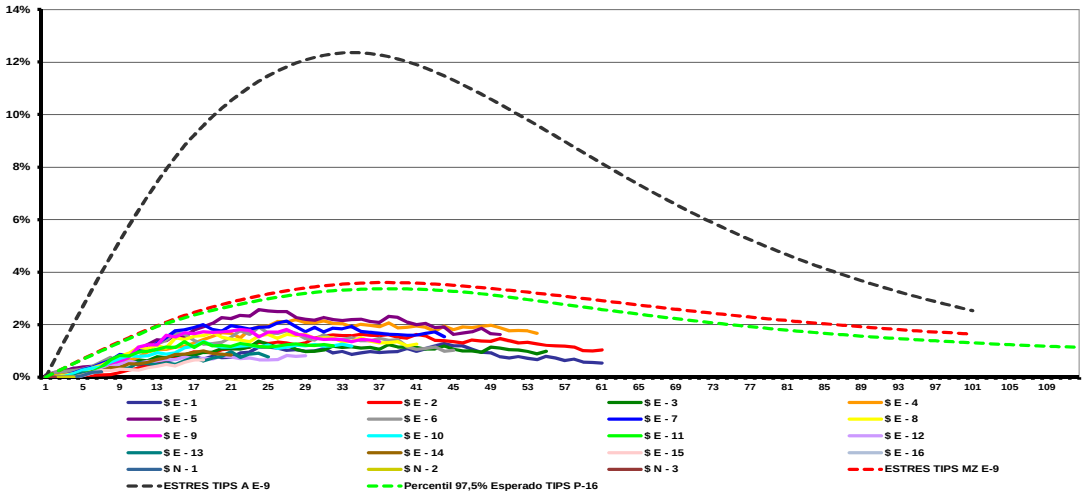
Gráfica 38 Fuente TC

Escenario máximo de mora emisiones en UVR (a cierre diciembre de 2011)



Gráfica 39 Fuente TC

Escenario máximo de mora emisiones en Pesos (a cierre diciembre de 2011)



4.2 Administración de la Cartera Titularizada

4.2.1 Administradores Autorizados

La distribución de la cartera por Administradores para las emisiones TIPS y TECH a diciembre de 2011 fue la siguiente:

Cuadro 4

Entidad	Emisiones Tips			Emisiones Tech			Total		
	Cantidad	Saldo($MM)	%	Cantidad	Saldo($MM)	%	Cantidad	Saldo($MM)	%
BANCOLOMBIA	68.161	2.724.301	44%	1.623	61.218	100%	69.784	2.785.520	45%
BANCO DAVIVIENDA S.A	55.768	2.109.584	34%				55.768	2.109.584	34%
BBVA COLOMBIA	3.500	113.570	2%			0%	3.500	113.570	2%
BANCO BCSC	24.072	743.657	12%				24.072	743.657	12%
BANCO COLPATRIA S.A.	6.288	264.768	4%			0%	6.288	264.768	4%
BANCO AV VILLAS S.A.	4.545	146.165	2%			0%	4.545	146.165	2%
BANCO SANTANDER	1.367	90.440	1%			0%	1.367	90.440	1%
Total	163.701	6.192.485	100%	1.623	61.218	100%	165.324	6.253.704	100%

Durante este año se consolidó el proceso de administración del activo con este grupo de administradores expertos y especializados dentro del negocio de crédito hipotecario, estos bancos mostraron durante el año buenos niveles de gestión de acuerdo a los indicadores definidos para los procesos de administración de cartera.

4.2.2 Procesos Internos de Administración Maestra

Con la puesta en marcha del módulo de liquidación de títulos y el desarrollo de mejoras e integración con un nuevo modulo de tesorería, se termina de integrar y consolidar la operación de la compañía en lo que concierne al cumplimiento de operaciones, su contabilización y el manejo en general de información relacionada con los flujos de caja de las universalidades y la liquidación y pago de los derechos derivados de los TIPS a los inversionistas.

En términos de eficiencia operacional la entidad avanzó en la documentación y afinamiento del modelo operativo del negocio, llevando a cabo durante el año la actualización de procedimientos, manuales y actividades de control.

Durante el año 2011, se obtuvo la Certificación ISO 9001:2008 de los procesos de "**Administración Maestra de las Emisiones"**, actividad que está orientada a controlar la mitigación de riesgos de crédito y operativos del activo subyacente, a administrar el flujo de caja de las universalidades y a divulgar de forma oportuna y confiable la información a los inversionistas de la evolución de las emisiones, entre otras actividades. Esta calificación se ha logrado gracias a la implementación del Sistema de Gestión de Calidad que genera un verdadero valor agregado a los procesos de Administración Maestra. Seguiremos en el empeño de adelantar procesos buscando siempre la excelencia.

4.2.3 Apoyo al sector hipotecario

Durante 2011 la Titularizadora Colombiana mantuvo su estrategia de generación de valor agregado al sector hipotecario en temas relacionados con la estandarización de procesos y la identificación de mejores prácticas en los siguientes temas:

(i) Procesos de Seguros: Se ha dado continuidad al proyecto que define los estándares de la industria aseguradora en el caso de la ocurrencia de siniestros catastróficos, en el cual participan Compañías Aseguradoras, Bancos Administradores, Asobancaria, Fasecolda y Titularizadora Colombiana. Para 2012 se avanzará en la definición del Protocolo de Actuación por Administrador.

(ii) Procesos Jurídicos: Con la orientación se seguir con la identificación de mejores prácticas en el mercado, se identificaron oportunidades de mejoramiento, que se desarrollarán en conjunto con los diferentes Administradores.

(iii) Proceso de Cobranza Administrativa: Se realizó un ejercicio de identificación de mejores prácticas en la gestión comercial de cobranza preventiva y un análisis comparativo de herramientas de mitigación de pérdidas.

(iv) Procesos de Custodia: En relación con los procesos de custodia y las condiciones de archivo y conservación, se adelanto durante este año una auditoria técnica y especializada a los sitios de custodia de la cartera titularizada, evaluando aspectos estructurales, condiciones ambientales, distribución de estantes, equipos para prevención de desastres y entre otros se calificaron estándares específicos de temperatura, humedad e iluminación con resultados adecuados y que favorecen las mejores practicas en este tipo de procesos para la industria en general.

(v) Educación financiera: La Titularizadora Colombiana continúa apoyando a la Asobancaria en el proyecto de “Educación a propietarios y deudores de vivienda”. Durante 2011 tuvo como foco estratégico la divulgación del sitio web como herramienta oficial de educación. La estrategia incluyó artículos en periódicos de alta circulación, revistas especializadas para compradores de vivienda y boletines electrónicos. En el último trimestre se puso en marcha la campaña de mercadeo digital la cual arrojó resultados muy exitosos, presentando 28.500 visitas en diciembre de 2011.

5. Divulgación y Mercadeo

En cuanto a las actividades de divulgación, información y mercadeo, el plan de comunicación de la Titularizadora hacia el mercado y el público en general, estuvo orientado al posicionamiento de la titularización hipotecaria como instrumento fundamental para el desarrollo del sector vivienda en el país, a través de

publicidad en medios de circulación nacional y el patrocinio de eventos especializados.

Para el segundo semestre, la celebración de los 10 años de operación de la Compañía fue la plataforma para la posicionar la titularización como pilar de la modernización del sistema hipotecario en Colombia, tema que será la base de las actividades de divulgación en 2012.

6. Administración y Recursos Humanos

Los resultados obtenidos son el producto del trabajo de nuestros 60 empleados altamente calificados. Durante el 2011 en desarrollo de nuestra estrategia de fortalecimiento del recurso humano además de los planes de capacitación técnica y fortalecimiento del desempeño, iniciamos el programa de actualización formal en entidades universitarias de primer orden a todos los niveles de la organización.

Durante el período transcurrido hasta el 31 de diciembre de 2011 se mantuvieron las coberturas de seguros apropiadas. Se siguieron estándares prudentes a las prácticas de la industria en compañías similares respecto a protección de bienes y de instalaciones e infraestructura tecnológica de la compañía, la responsabilidad de los directores y ejecutivos y la pérdida de valores por actos deshonestos o fraudulentos de los empleados.

7. Aspectos Legales y de Regulación

7.1 Desarrollos regulatorios

Durante 2011 la actividad regulatoria estuvo enfocada en el trámite de iniciativas legislativas con impacto en los procesos de titularización hipotecaria. De las iniciativas pendientes de aprobación desde 2010 se debe mencionar el archivo del Proyecto de Ley 288 de 2010 mediante el cual se regulaban temas relacionados con la titularización hipotecaria y no hipotecaria, incluyendo ente otros temas (i) la extensión de la exención del impuesto de renta y componente inflacionario a los rendimientos financieros de títulos y bonos hipotecarios destinados a financiación de vivienda, (ii) la eliminación del GMF para transferencias de recaudos en procesos de titularización de activos no hipotecarios y (iii) nuevas reglas para hipoteca en grado subsiguiente para procesos de titularización hipotecaria. El proyecto fue archivado por cuanto no logró completar su trámite en la Comisión III del Senado de la República durante el primer semestre de 2011. En relación con las iniciativas legislativas presentadas y tramitadas durante 2011 se debe mencionar el Proyecto de Ley 178 de 2011 por medio de la cual se permite a los consumidores financieros el pago anticipado en las operaciones de crédito y se dictan otras disposiciones. La importancia de este proyecto desde la perspectiva de la titularización hipotecaria es que en una de sus disposiciones se incluye el régimen de hipoteca en grado subsiguiente para procesos de titularización hipotecaria, propuesta inicialmente contenida en el PL 288 de 2010. Este tema es de fundamental importancia para el régimen de titularización hipotecaria en

Colombia, por cuanto tiene por objeto solucionar la problemática derivada de las reglas de transferencia total y en firme de los créditos hipotecarios y sus garantías para titularización hipotecaria, que resulta en la imposibilidad para el deudor y el originador de continuar utilizando la garantía hipotecaria inicialmente constituida, como respaldo de obligaciones presentes y futuras del deudor, diferentes a la obligación hipotecaria cedida para su titularización. En cumplimiento de las normas aplicables, el proyecto deberá seguir su curso en la Comisión III y en la Plenaria del Senado de la República a partir del mes de marzo de 2012.

7.2 Aspectos legales

7.2.1 Escisión Titularizadora Colombiana S.A

En desarrollo de la autorización de escisión expedida por la Superintendencia Financiera de Colombia mediante Resolución 2419 del 20 de diciembre de 2010, la Titularizadora Colombiana en desarrollo de la aprobación de la Asamblea Ordinaria de Accionistas del 2 de marzo de 2011 llevó a cabo la escisión patrimonial de la compañía para la creación de la sociedad Multiactivos S.A -STANH-. La escisión quedó perfeccionada mediante escritura pública 222 del 3 de marzo de 2011 de la Notaría 71 del Círculo de Bogotá.

7.2.2 Liquidación anticipada emisión TIPS E-2

A finales de 2011 se presentó la primera situación de liquidación anticipada de las emisiones TIPS en desarrollo del procedimiento señalado para el efecto en los reglamentos de emisión. Dada la importancia de este evento para la operación de la compañía, la Junta Directiva definió un procedimiento de liquidación anticipada aplicable de manera general a todas las emisiones en curso que incurran en causal de liquidación. Dicho procedimiento que de manera previa fue puesto en conocimiento del representante legal de tenedores y de la Superintendencia Financiera de Colombia cumple con los siguientes objetivos: (i) lograr el pago de las obligaciones derivadas de la emisión, principalmente los pagos de los TIPS a los inversionistas, casi que de manera simultánea con la formalización del procedimiento de liquidación anticipada; (ii) definir un procedimiento muy claro y eficiente aplicable a las emisiones, que genere confianza en los inversionistas sobre el pago de los títulos en dinero y no en especie en caso de liquidación anticipada y (iii) mitigar el riesgo de potenciales conflictos de interés que pudieran tener la Titularizadora en su condición de administradora del proceso de titularización correspondiente y sus accionistas en su condición de originadores-administradores de créditos hipotecarios titularizados. El primer proceso de liquidación anticipada bajo el esquema definido se llevó a cabo para la emisión TIPS E-2. Dicho proceso se surtió exitosamente a finales del mes de octubre de 2011.

8. Cumplimiento regulaciones particulares

Con referencia a las normas de buen gobierno corporativo aplicables a la compañía, la Titularizadora continuó dando cumplimiento a las regulaciones contenidas en las Circulares Externas 028 y 056 de 2007 y en la Circular Externa 007 de 2011 de la Superintendencia Financiera, mediante las cuales se regula el esquema de Código País (que desarrolla la revelación de mejores prácticas bajo el principio de "cumpla o explique"). En relación con el Comité de Inversionistas podemos señalar que durante 2011 las reuniones se llevaron a cabo oportunamente ratificando la consideración del Comité como instancia privilegiada para informar oportuna y adecuadamente a los inversionistas sobre la situación de la compañía así como sobre el desarrollo, comportamiento y perspectivas de sus procesos de titularización.

9. Otros Aspectos

9.1 Reporte de gestión evolución actividades de prevención y control de lavado de activos y financiación del terrorismo – SARLAFT

9.1.1 Cumplimiento de Normas y Actividades Desarrolladas

En cumplimiento de lo establecido en el Capítulo Décimo Primero, Título I de la Circular Básica Jurídica (Circular Externa 007 de 1996) de la Superintendencia Financiera y de acuerdo con el plan de trabajo definido para el desarrollo del SARLAFT, en el 2011 se realizaron las siguientes actividades:

(I) Revisión periódica al adecuado funcionamiento de las etapas y elementos del SARLAFT y validación del nivel de riesgo residual de la compañía de acuerdo con autoevaluaciones de riesgo efectuadas a los procesos con impacto de riesgo de lavado de activos y financiación del terrorismo.

(II) Validación de los procedimientos y mecanismos definidos para obtener un conocimiento efectivo, eficiente y oportuno de todos los clientes actuales y potenciales y en especial en el proceso de vinculación de terceros de acuerdo con lo establecido en las políticas y procedimientos de SARLAFT.

(III) Ejecución del programa de capacitación dirigido a todos los funcionarios de la compañía, abordando los conceptos básicos del riesgo de lavado, la normatividad aplicable y los elementos que conforman el SARLAFT y que permitió a través de la realización de evaluaciones, resaltar el grado de apropiación del concepto de responsabilidad que cada funcionario tiene frente a la gestión y funcionamiento del SARLAFT.

(IV) Presentación de Informes trimestrales a la Junta Directiva y a la Administración de la compañía sobre el comportamiento del perfil de riesgo y la efectividad de los mecanismos e instrumentos de control.

(V) Fortalecimiento de los mecanismos e instrumentos establecidos por el SARLAFT y que han evitado que la compañía sea utilizada para el lavado de activos y/o financiación del terrorismo y en forma periódica la función de control interno y la revisoría fiscal, realizaron evaluaciones a estos elementos presentando los informes correspondientes.

9.1.2 Continuidad de Políticas

La compañía mantiene dentro de sus procedimientos internos, la política de no realizar transacciones en efectivo con sus clientes. Igualmente por la naturaleza de la actividad desarrollada, las operaciones de colocación primaria de títulos hipotecarios en desarrollo de procesos de titularización, se realizan exclusivamente a través de entidades vigiladas por la Superintendencia Financiera, entidades que deben realizar la gestión de prevención y control de lavado de activos de forma directa considerando el conocimiento que tienen de sus propios clientes.

De manera complementaria, en desarrollo de los procesos de administración de los portafolios de créditos hipotecarios administrados por establecimientos de crédito vigilados por la Superintendencia Financiera, la Titularizadora ha establecido, adicionalmente a las previsiones contractuales acordadas con tales administradores sobre la gestión de prevención y control de actividades de lavado de activos, la determinación de políticas generales sobre casos particulares que se presentaron en el transcurso del 2011 y que permitieron fortalecer el SARLAFT de la compañía.

9.1.3 Resultados SARLAFT 2011

La Titularizadora Colombiana como parte de su cultura institucional, continua fortaleciendo su Sistema de Administración de Riesgo de Lavado de Activos y Financiación del Terrorismo; así mismo, durante el 2011 se remitieron y presentaron a la UIAF, los reportes requeridos por las normas aplicables. No se presentaron en la compañía operaciones sospechosas.

9.2 Sistema de Control Interno

El sistema de control interno de la Titularizadora Colombiana, se encuentra estructurado acorde a los requisitos y elementos definidos en la Circular Externa 038 de 2009 de la Superintendencia Financiera y el cual incluye entre otros aspectos, las políticas generales que lo orientan, las responsabilidades frente a su ejecución, los elementos y áreas especiales que lo integran; además, la metodología definida para lograr su funcionamiento adecuado y sostenible.

Dentro del sistema de control interno de la compañía, es fundamental la aplicación de los principios y políticas de autocontrol, autogestión y autorregulación que rigen la ejecución de las actividades en cada uno de los procesos y que permiten fortalecer la eficacia y eficiencia de las operaciones, prevenir y mitigar la

ocurrencia de fraudes, optimizar la gestión de riegos y garantizar la razonabilidad de la información financiera generada por la compañía.

La compañía durante el 2011 continuó desarrollando y aplicando los procedimientos y controles definidos en el sistema de control interno y que han permitido el mejoramiento de sus procesos y el fortalecimiento de los elementos y estructura de control interno.

La evaluación de la efectividad del sistema de control interno, fue desarrollada por la revisoría fiscal, la auditoría externa y la función de control interno, esta última efectuó durante el 2011, la verificación del desempeño de los elementos que conforman el sistema, enfocando los esfuerzos en los temas considerados como relevantes dentro de los procesos de negocio y en aquellos procesos de soporte que por su naturaleza requieren especial atención. Dentro de ese marco validó el cumplimiento de las obligaciones como responsables de la estructuración y administración de las emisiones y las responsabilidades sobre la generación, calidad y oportunidad de la información originada por la sociedad y la correspondiente a los procesos de titularización.

Los resultados de las evaluaciones reflejaron lo adecuado del ambiente de control establecido por la compañía, el proceso adelantado para la identificación, medición y gestión de riesgos, la efectividad y nivel de ejecución de las medidas de control, las políticas y procedimiento definidos y aplicados en la generación y suministro de información, la documentación y formalización de los canales de comunicación y el seguimiento y evaluación periódica realizada por las vicepresidencias y direcciones sobre el desempeño de sus procesos.

Las observaciones en materia de control interno presentadas por la revisoría fiscal, auditoría externa y auditor interno, fueron conocidas y evaluadas por el Comité de Auditoría, consideradas por la administración e implementadas dentro de los plazos acordados en los respectivos planes de acción.

De acuerdo con lo anterior, se puede afirmar que la compañía cuenta con operaciones eficientes y eficaces, con un sistema de control interno adecuado y con un proceso para la generación de informes financieros ajustado a las normas legales vigentes.

El Comité de Auditoría cumplió con la responsabilidad de informarse y supervisar el sistema de control interno de la compañía y se pronunció sobre aspectos relevantes con el fin fortalecer las medidas de control existentes, de forma tal que los procedimientos diseñados protegen razonablemente los activos de la compañía, así como de las emisiones que administra y que existen controles que permiten verificar que las transacciones están siendo adecuadamente autorizadas y registradas.

9.2.1 Evaluación de sistemas de revelación y control

Se realizaron las verificaciones necesarias a los procedimientos de revelación y control empleados durante la preparación y divulgación de los estados financieros de la compañía. Estas pruebas evidenciaron la integralidad, razonabilidad y validez de la información contable, concluyendo que la información y los estados financieros al cierre de 2011 están acordes con la regulación vigente y políticas contables de la compañía.

Verificado el diseño y operatividad de los controles establecidos por la compañía, se concluye que por su desempeño estos fueron efectivos y proveen seguridad razonable que la Titularizadora ha registrado, procesado y presentado adecuadamente la información financiera y que los estados financieros y demás informes revelados al público, no contienen vicios, imprecisiones o errores significativos que impidan conocer la verdadera situación patrimonial y el estado de las operaciones ejecutadas durante el 2011.

9.3 Gestión de Riesgo Operativo

Durante el 2011 de acuerdo con el Plan de trabajo definido por el Oficial de Riesgo Operativo y aprobado por el Comité SARO, se ejecutaron revisiones periódicas sobre cada una de las matrices de riesgo, validando las medidas de control, el comportamiento de los perfiles de riesgo por cada uno de los procesos y el perfil consolidado de la compañía.

Al cierre del 2011 los riesgos identificados en los procesos de la compañía, se encuentran calificados y categorizados según la metodología definida y las medidas de control asociadas, permiten mantenerlos en niveles de bajo y medio riesgo.

Los eventos de riesgos presentados en el año 2011, se registraron de acuerdo con la regulación aplicable y procedimientos internos definidos; así mismo, fueron evaluados por el Comité SARO y se tomaron las acciones necesarias para mejorar el desempeño de las medidas de control existentes en la compañía.

En el desarrollo de las actividades tendientes a fortalecer la administración del riesgo operativo, se ejecutó el plan de capacitación y evaluación sobre los conceptos básicos de SARO y se dio inició el proceso de implementación de una herramienta tecnológica que permitirá optimizar la gestión de riesgo y que se espera entrará en funcionamiento a comienzos del 2012.

Respecto al Plan de Continuidad de Negocio, los simulacros realizados en el año 2011, permitieron probar la infraestructura definida para la contingencia y el desarrollo de las operaciones para los procesos de administración de títulos, de administración de recursos financieros y de nuevas funcionalidades.

Adicionalmente se inició la evaluación de estas pruebas con el objeto de identificar los puntos a optimizar, para mejorar el estándar del plan actual.

Se realizó la auditoría interna por la Dirección de Proyectos y Procesos para la aplicación del estándar BS25999, y se generó el plan de acción para cubrir las oportunidades de mejora identificadas, el cual se encuentra en curso.

Las recomendaciones recibidas por parte de la revisoría fiscal y la función de control interno, fueron gestionadas de manera adecuada y han permitido fortalecer el análisis de los riesgos, el diseño de controles, la oportunidad en el registro de eventos y la documentación de procedimientos.

9.4 Revelación de Riesgos

La revelación de los criterios, políticas y procedimientos utilizados para la evaluación, administración, medición y control de los riesgos asociados al negocio de la Titularizadora Colombia, se encuentra incluida en la Nota 22 de los estados financieros.

9.5 Reporte de Operaciones realizadas con Accionistas y Administradores

De conformidad con lo señalado en el artículo 1 de la Ley 603 de 2000, en la Nota No. 19 de los estados financieros se relacionan las operaciones realizadas por la Titularizadora con sus accionistas y administradores.

9.6 Transferencias a Título Gratuito

Durante el presente año no se realizaron transferencias de activos a título gratuito distintas a la donación en favor de la Fundación Alejandro Ángel Escobar por valor de $18.000.000 aprobada por la Junta Directiva como consta en el acta No. 114 del 13 de octubre de 2011.

9.7 Activos en el Exterior

Al cierre de 2011 la compañía no tiene inversiones ni obligaciones en moneda extranjera.

9.8 Inversiones en otras Sociedad Nacionales o Extranjeras

Al cierre de 2011 la compañía no registra inversiones en otras sociedades.

9.9 Pagos a Directores, Asesores, Propaganda y Relaciones Públicas

El detalle de los egresos por concepto de salarios, honorarios, viáticos y cualquier otra clase de remuneración recibida por los directivos de la sociedad y los asesores, así como los gastos de propaganda y de relaciones públicas incurridos

por la Titularizadora Colombiana se encuentran relacionados como anexo a los estados financieros.

9.10 Estado de cumplimiento de las normas sobre propiedad intelectual

Para los efectos del cumplimiento de lo dispuesto en el artículo 1 de la Ley 603 de 2000 se deja expresa constancia del cumplimiento por parte de la compañía a las normas sobre propiedad intelectual y derechos de autor consagrados en la legislación colombiana.

9.11 Circular Externa 052

Durante el año 2011 y en consideración al contexto de negocio, la administración de la infraestructura tecnológica, de la información y de los activos informáticos de la Titularizadora, cumplió con los requisitos establecidos en la Circular Externa 052 de 2007 y continuó con el fortalecimiento de las políticas y procedimientos de seguridad y calidad para el manejo de la información.

10. Estados Financieros al cierre de 2011

10.1 Balance

10.1.1 Activos

Con corte a diciembre de 2011, los activos totales de la Titularizadora Colombiana se ubicaron en $177.982 millones con un crecimiento de 14% en relación con el cierre del año 2010. El aumento del 107% en las cuentas de efectivo se produce por el recaudo de la cuenta de financiación de gastos iniciales, de las operaciones de titularización; el incremento de 63% de propiedades y equipo corresponde al rubro de edificios, y el incremento del 243% de otros activos está directamente relacionado con los anticipos de impuesto de renta, diferido de Impuesto de patrimonio y valorizaciones de bines raíces.

10.1.2 Pasivos

Al cierre del ejercicio el nivel de apalancamiento de la compañía se sitúa en el 19% correspondiente a $33.513 millones (el cual incluye $18.371 millones de provisión de impuesto de renta y complementarios), el reconocimiento del pasivo por Impuesto al patrimonio y provisiones para reclamación de impuesto de renta

10.1.3 Patrimonio

El patrimonio de la Titularizadora Colombiana creció en un 4% en relación con el año anterior, producto del incremento en las utilidades generadas. La compañía cerró el año 2011 con un patrimonio de $144.469 millones.

10.2 Estado de Resultados

Los ingresos operacionales corresponden al 85% de los ingresos totales y provienen de las comisiones de estructuración, administración, garantía y de colocación de las emisiones por valor de $59.636 millones y de ingresos financieros representados en los rendimientos de inversiones por valor de $11.173 Los otros ingresos por valor de $ 3.813 corresponden a ingresos por arrendamientos y recuperación de provisiones de gastos.

Los gastos de la compañía se ubicaron en $40.430 millones. Los rubros con mayor variación corresponden a los gastos de impuesto de renta e impuesto de patrimonio; en los gastos no operacionales los rubros con mayor variación fueron las provisiones para reclamaciones de impuesto de renta.

Las utilidades netas durante el ejercicio en 2011 ascendieron a $34.194 millones, $10.592 millones más que en 2010.

10.3 Indicadores Financieros y Operacionales

Cada uno de los indicadores de la compañía mostró mejoras con respecto a los observados en el 2010. El ROE antes de impuestos se ubicó en 51.6% a diciembre de 2011. A su vez, el ROE después de impuestos [1] pasó de 20.2% en 2010 a 33.8% en diciembre de 2011.

En cuanto a la eficiencia operacional se observó una mejora de 25% con respecto al 2010, al pasar de 33.8% en 2010 a 25.2% en 2011. Por su parte, el indicador gastos operacionales/comisiones de administración mostró un cambio bastante positivo de 23% al pasar de 61.2% en 2010 a 46.9% en 2011.

10.4 Certificación de Estados Financieros a Diciembre de 2011

En cumplimiento del artículo 46 de la Ley 964 de 2005 en la preparación de los estados financieros y demás informes para el público, la Titularizadora Colombiana ha establecido, implementado y evaluado los procedimientos y sistemas de revelación y control que aseguran que la información financiera es presentada en forma adecuada. Los estados financieros en su conjunto no contienen vicios, imprecisiones o errores que impidan conocer la verdadera situación patrimonial de la compañía y de las operaciones que ella realiza.

De igual forma, de conformidad con el artículo 57 del Decreto 2649 de 1993 y el artículo 37 de la Ley 222 de 1995, la información y afirmaciones relacionadas con los estados financieros han sido verificadas y obtenidas de los registros contables realizados con fundamento en las normas y principios de contabilidad generalmente aceptadas y los hechos económicos han sido correctamente clasificados, descritos y revelados.

[1] No incluye ajustes por valoración a precios de mercado

10.5 Perspectivas 2011

Para 2012, las proyecciones macroeconómicas son favorables. Los principales dinamizadores del crecimiento se prevé serían la construcción por cuenta de la ejecución de obras civiles, la minería por la fuerte actividad de exploración de hidrocarburos, y el comercio por el buen desempeño del consumo privado. En este sentido, los analistas anticipan un crecimiento de la economía de 4,7%.

Sin embargo, existe el riesgo latente de materialización de la crisis europea. En caso de ocurrencia de impagos en los países del viejo continente, Colombia se vería afectada a través de dos canales: reducción en la demanda mundial por *commodities* y encarecimiento de las fuentes de financiación del país. En todo caso, se considera que Colombia tiene amplios márgenes de actuación a través de políticas monetarias y fiscales contracíclicas, razón por la que en un escenario de crisis el país estaría en condiciones de crecer por encima del 3%.

En cuanto a la inflación, el rango meta fijado por el Banco de la República continua entre 2,0% y 4,0% para 2012, con un punto medio de 3,0%, cifra que se proyecta como la inflación de largo plazo para el país. A pesar de esto, los altos precios de los *commodities* (particularmente energéticos y alimentos) sumado a los choques de oferta por cuenta del invierno (producción y logística) ubican las proyecciones de los analistas en 3,3% para el nivel de precios de la economía durante el 2012. No obstante todo depende del desarrollo de la economía externa y las decisiones que se tomen en materia de tasa de intervención para contener o darle impulso a la economía.

El sector de las edificaciones residenciales mantendrá un buen desempeño, aunque más sobrio que durante 2011. La moderación en el sector surge principalmente del menor crecimiento observado en las licencias, iniciaciones y ventas de vivienda durante los últimos meses del año pasado. Lo anterior, sumado a la culminación del Fondo de Reserva para la Estabilización de la Cartera Hipotecaria (FRECH), convertirán el espectacular impulso del sector observado en 2010 y 2011, en un desempeño más comedido. Por estas razones se espera que para 2012, en caso de renovar el FRECH, se construyan alrededor de 206 mil unidades, 13,5% más que el año anterior, aunque 70 puntos básicos inferior al crecimiento de 2011.

En este sentido, el dinamismo de los desembolsos también se moderará. El incremento de los nuevos créditos originados entre diciembre 2010 – noviembre 2011 alcanzó 20%, la mitad del crecimiento observado en el mismo periodo del año anterior. Por lo tanto, los posibles incrementos en la tasa de interés para atajar las presiones inflacionarias y la estabilización del consumo privado en bienes durables permitirán un nivel de desembolsos cercano a los $10,6 billones, coherente con un saldo de cartera de $34,4 billones. Para 2012, se espera que las emisiones alcancen los $1,5 billones y el saldo de la cartera titularizada ascienda a $6,4 billones de pesos (23% de la cartera hipotecaria).

11. Titularizadora Colombiana – Resultados y proyecciones en su primera década

En 2011 se cumplieron 10 años de la creación de la Titularizadora Colombiana. La compañía nació como respuesta del sector hipotecario a la profunda crisis financiera que afectó al país a finales de la década de los 90s. La crisis motivó en 1999 la aprobación de la Ley de Vivienda por parte del Congreso de la República, luego de una amplia discusión y concertación con el Gobierno y el Sector de Vivienda. Esta Ley buscó dar claridad al marco jurídico que había sido cuestionado por los fallos de la Corte Constitucional y promovió los esquemas de fondeo de largo plazo para el crédito de vivienda a través de la titularización y de los bonos hipotecarios. Igualmente definió las bases para la creación de las entidades titularizadoras y otorgó un beneficio tributario temporal para los títulos hipotecarios. Con esta base, y contando con el trabajo previo que durante varios años habían realizado algunas de las entidades hipotecarias buscando alternativas de fondeo y con el liderazgo de la IFC, se creó la Titularizadora Colombiana hace 10 años.

Durante estos 10 años se han realizado 35 emisiones por un monto de $15,2 billones, cifras que por si solas muestran el impacto y beneficios que la titularización hipotecaria ha generado para la financiación de vivienda en Colombia. Los recursos de largo plazo provenientes del mercado de capitales han permitido una mayor disponibilidad de crédito y una disminución importante de los riesgos del sistema, al permitir calzar en plazo y tasa una porción importante de sus nuevas operaciones. El mayor impacto de estos recursos y de la eliminación de los riesgos para los bancos se ha visto reflejado en las menores tasas de interés para los compradores de vivienda. En los últimos 5 años las tasas de los créditos han disminuido 700 puntos básicos (sin considerar el subsidio), mientras las tasas de los títulos TES de largo plazo, han caído solamente 300 puntos. Esto ha significado una disminución aproximadamente de un 40% en el valor de las cuotas.

La caída en las tasas de interés hipotecarias también refleja de manera importante el beneficio de la exención tributaria con que contaron los títulos hasta 2010, al permitir la captación de recursos con menor costo. El impacto de este beneficio, de tener menores costos en el crédito, es sin duda el elemento que más ha facilitado la recuperación de la demanda de vivienda en los últimos años y que ha sido muy útil como complemento al subsidio de tasas que ha otorgado el gobierno en los últimos 2 años a los deudores.

El otro impacto importante que ha tenido la titularización en el crédito de vivienda, es haber permitido el desarrollo de los créditos en pesos con tasas y cuotas fijas hasta por 20 años. Este producto, que se inició en el mercado hace pocos años, representa hoy más del 90% de los recursos que otorgan los bancos en crédito de vivienda, logrando con esto la recuperación de la confianza de los deudores en el sistema.

El mercado de capitales también se ha beneficiado de manera importante con la titularización hipotecaria, al contar con nuevas alternativas de inversión con altos estándares que han permito diversificar los portafolios tan concentrados históricamente en títulos del gobierno.

Uno de los beneficios adicionales que se derivan del desarrollo de la titularización en el sector hipotecario es la estandarización del sistema y la promoción de las mejores prácticas entre los bancos, lo cual ha permitido mayor eficiencia con menores costos y mejor servicio para los deudores.

Estos beneficios muestran sin duda las ventajas que el desarrollo de la titularización le introducen a la financiación de vivienda, especialmente en términos de contar con un sistema más estable y con menores tasas y riesgos para los deudores.

El bajo tamaño relativo que tiene hoy el sector hipotecario en Colombia, y el alto déficit de vivienda que tenemos en el país (más de 1.300.000 viviendas), demuestran la gran oportunidad que tiene el sector para esta próxima década y el importante papel que debe cumplir la titularización como generador de los recursos requeridos. Recordemos que hace tan sólo 12 años Colombia tenía un liderazgo importante en el sector hipotecario en América Latina. El valor de sus hipotecas frente al PIB era de un 12%, similar al nivel que mostraba Chile en ese momento. Sin embargo los dos países recorrieron caminos muy distintos desde entonces. Hoy el tamaño del sector en Colombia alcanza sólo un 5%, frente al crecimiento que tuvo la cartera hipotecaria en Chile, donde actualmente representa el 22% del PIB. Y esta tendencia no es exclusiva del país austral. Otros países han mostrado dinámicas igualmente importantes como es el caso de México, algunos países centroamericanos y de Brasil en los últimos años. Esto ha llevado a que Colombia esté hoy muy por debajo del tamaño promedio de la actividad hipotecaria en América Latina.

Pensemos por un momento lo que significaría para el país en términos de otorgamiento de crédito y de construcción de nuevas viviendas, crecer su nivel de hipotecas en el equivalente a 10 puntos del PIB, como lo hizo Chile en la última década: significaría multiplicar por 5 el valor nominal de la cartera. Por fortuna el actual Gobierno del Presidente Santos ha tenido claridad sobre la gran oportunidad que significa para el país darle un impulso importante a la vivienda. En este sentido el sector ha sido contemplado como una de las llamadas locomotoras de desarrollo y se ha trazado una meta para construir un millón de nuevas viviendas. Este reto implica un esfuerzo en financiación de más de $45 billones. Si miramos más allá, el país deberá construir en la próxima década más de 3 millones de viviendas lo que implicará recursos de financiación superiores a los $140 billones. Estos niveles de crecimiento de la cartera hipotecaria que se proyectan en el país, tanto para alcanzar la meta del millón de viviendas como para consolidar el sector durante la próxima década, requieren sin duda del apoyo

del mercado de capitales, el cual, dado su crecimiento esperado, requerirá también de nuevas alternativas de inversión.

El gran reto de la Titularizadora en la siguiente década, será entonces jugar un papel cada vez más activo en la canalización de estos recursos para el logro de las metas trazadas. En este sentido, esperamos contar con la participación de nuevos originadores de crédito de vivienda en el mercado, desarrollar nuevos productos que se vayan ajustando a las necesidades cambiantes de nuestros inversionistas, continuar promoviendo la estandarización del sistema hipotecario, activar nuevas fuentes de recursos, donde el mercado internacional será sin duda una alternativa importante. Y para esto nos estamos preparando.

Reconocimientos

Finalmente debo resaltar que los logros anteriores han sido el resultado del esfuerzo y compromiso de todo el equipo de personal de la Titularizadora Colombiana. Igualmente, deseo agradecer a la Junta Directiva por su permanente apoyo para el logro de los objetivos trazados y a los entes de control por su valiosa colaboración. Estamos seguros que con el apoyo y el compromiso de todos continuaremos desarrollando un sistema de financiación de vivienda cada vez más eficiente que permita a las familias colombianas tener acceso a vivienda propia.

Mil gracias,

Original firmado
Alberto Gutiérrez Bernal
Presidente

El anterior informe fue acogido por unanimidad de la Junta Directiva de la compañía en su reunión del 26 de enero de 2012 para su presentación a la Asamblea General Ordinaria de Accionistas en su reunión del día 15 de marzo de 2012.

Original firmado
Efraín Forero Fonseca
Presidente Junta Directiva