

## Fondo de Ahorro de Panamá

### Informe Trimestral al 31 de diciembre de 2014 de la Junta Directiva del Fondo de Ahorro de Panamá



---

*Este Informe Trimestral es para uso informativo. Éste es de carácter preliminar y no ha sido auditado independientemente, por ende, puede variar significativamente y ciertas diferencias son atribuibles al redondeo. Los retornos, los valores de mercado y otros indicadores están sin auditar, incluyen algunas estimaciones y se calculan con base en los datos proporcionados por las empresas administradoras, los custodios, y el fiduciario. El FAP no es responsable de su uso por parte de terceros ni de cualquier interpretación realizada sobre este documento o cualquier otro documento relacionado a éste.*

# Contenido

---

	Pág.
<b>Resumen Ejecutivo</b>	<b>3</b>
<b>Gestión del Fondo de Ahorro de Panamá</b>	<b>5</b>
<b>Información Financiera</b>	
<i>Resultados de Operaciones</i>	8
<i>Situación Financiera</i>	9
<b>Evaluación de los Portafolios Administrados</b>	
<i>Portafolio de Inversiones por Administrador</i>	11
<i>Composición de Activos</i>	12
<i>Desempeño de los Portafolios Administrados</i>	13
<i>Atribución del Desempeño de Portafolios vs. Benchmarks</i>	14
<i>Concentración Geográfica del Portafolio</i>	15
<i>Depósitos Bancarios</i>	16
<b>Evaluación de los Servicios de Custodia</b>	<b>17</b>
<b>Ejecución Presupuestaria Año 2014</b>	<b>19</b>
<b>Estados Financieros Preliminares (No Auditados)</b>	<b>21</b>

# Resumen Ejecutivo

La gestión de inversiones del Fondo de Ahorro de Panamá (“FAP” o “Fondo”) al cierre del Cuarto Trimestre del 2014 (“4T2014”), se resume en los siguientes resultados :

- **Saldo de los activos administrados:**

Los activos totales del FAP al 4T2014 muestran un saldo de USD 1,411MM, siendo superior en USD 3MM en comparación al mismo periodo del año anterior (4T2013: USD 1,408MM), equivalente a un crecimiento leve de 0.2%. Esto como reflejo del buen desempeño de los mercados de renta fija.

- **Rendimiento del Fondo:**

El rendimiento del Fondo para la vigencia 2014 fue de aproximadamente 4.3% (no auditado), superando en 428 bps al registrado para el año 2013. El portafolio de renta fija generó 726 bps, siendo superior en 37 bps al promedio de los respectivos benchmarks (689 bps). Impacta positivamente la realización de ganancias en la administración de valores de renta fija por el desempeño positivo del mercado. Este resultado se asocia al buen desempeño de los mercados de renta fija debido principalmente a una valorización de los instrumentos del Tesoro de los EE.UU durante el 2014.

- **Evaluación de los Portafolios Administrados\*:**

La distribución actual de los Activos del Fondo está en proceso de asignación estratégica de acuerdo al Plan Anual de Inversiones y Directrices de Inversión. La cartera (USD 1,287MM) se caracteriza por una calidad crediticia promedio de AA con un componente de ingreso fijo debido a una composición del ~63% en valores de renta fija y del ~37% en depósitos a plazo fijo. Del total bajo gestión, USD ~845MM son administrados por Goldman Sachs (41%), BlackRock (33%) y Morgan Stanley (26%); el resto son gestionados por el FAP en depósitos bancarios a través del Fiduciario.

Los portafolios administrados, superaron ligeramente de forma colectiva y ponderada en 37 bps a sus benchmarks. Los depósitos a plazo fijo (~37% del portafolio total) generaron una rentabilidad anualizada de aproximadamente +8 bps. Los retornos aproximados por portafolio administrado son los siguientes:

- Portafolio Renta Fija Global & Supranacional: 701 bps
- Portafolio de Valores Hipotecarios: 720 bps
- Portafolio Fondo de Renta Fija Global: 761 bps
- Portafolio de Depósitos a Plazo: 8 bps.

Puntos básicos (bps): 100 bps = 1%. Cifras están expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (USD); Miles de USD = M; Millones de USD = “MM”; Símbolo “~” = aproximado.

\*Los desempeños anualizados son ilustrativos.

\*Fuente: Diversos, proporcionados por administradores. YTD: inicio de año a la fecha (year-to-date).

## Resumen Ejecutivo (Cont.)

---

- **Ingresos Financieros:**

Al 4T2014, los excedentes o rendimientos operativos totalizan preliminarmente (no auditados) USD 56,442M, representando un incremento año/año de USD 54,991M respecto a 4T2013.

- **Evaluación de los servicios de Custodia:**

Para la evaluación del desempeño se verificó la calificación crediticia, la capacidad de los custodios para reunir y manejar activos, el uso eficaz de su tecnología en el proceso de grandes volúmenes de transacciones en tiempo real, el acceso a los mercados a través de su plataforma y las facilidades para consulta en línea sobre las posiciones. Se destaca que en la industria de custodia no se observa ningún vínculo contundente entre la calificación crediticia de un custodio y el posicionamiento (activos bajo custodia) de este.

- **Ejecución Presupuestaria Año 2014:**

La ejecución presupuestaria de gastos para la presente vigencia resultó en un ~88% (no auditado). Se observa que los gastos de Gestión/Operación representaron ~84% de la ejecución presupuestaria.

- **Gestión Operativa:**

En cuanto a iniciativas para fortalecer el marco regulatorio y operativo del FAP como parte de su proceso de institucionalización, durante la vigencia 2014 se establecieron las Políticas de Inversión y Estándares, el Plan Anual de Inversiones, y el Reglamento de Licitación. Por otra parte, la Comisión Supervisora hizo entrega de su Informe de Opinión correspondiente al 2013, al Ministerio de Economía y Finanzas.

Igualmente se modificaron las Directrices de Inversión para incluir los Valores Hipotecarios/Estructurados como clase de activos con su respectivo Benchmark, además de añadirse la opción de utilizar Benchmarks con o sin cobertura.

---

Puntos básicos (bps): 100 bps = 1%. Cifras están expresadas en dólares de los Estados Unidos de América (USD); Miles de USD = M; Millones de USD = "MM"; Símbolo "~" = aproximado.

‡Los desempeños anualizados son ilustrativos.

\*Fuente: Diversos, proporcionados por administradores. YTD: inicio de año a la fecha (year-to-date).

# GESTIÓN DEL FONDO DE AHORRO DE PANAMÁ

# Hechos Relevantes del año 2014

## Gestión y Protocolos:

- Se recomienda la adhesión, mediante la firma de la documentación requerida, a las iniciativas de cumplimiento (i) ISDA/Dodd-Frank Protocol; (ii) TMPG (Requisito de Margen/Colateral para Valores Hipotecarios); (iii) EMIR – European Market Infrastructure Regulation (Regulación de Infraestructura para el Mercado de Valores Europeo).
- Se aprueba las Políticas de Inversión y Estándares. (Acuerdo No. 7).
- Se aprueba el Reglamento de Licitación. (Acuerdo No.8).
- Se aprueba el Plan Anual de Inversión y Asignación Estratégica de Activos para el Año 2014/2015 (Resolución No.11):

Clase de Activo	Portafolio Actual (26-08-14)	Portafolio Estratégico	Cambio
Activos Líquidos	34%	5%	↓
Bonos Soberanos;	19%	41%	↑
Bonos Supranacionales/ Multilaterales y otros Activos Relacionados	10%	10%	↔
Bonos Soberanos Indexados a Inflación	1%	4%	↑
Bonos Corporativos	9%	13%	↑
Valores Hipotecarios	27%	12%	↓
Renta Variable	0%	15%	↑

- Se aprueba la extensión del Contrato del Servicio de Auditoria Externa para el periodo 2014 a la firma KPMG.
- Se recomienda al MEF modificar las Directrices de Inversión para incluir Valores Hipotecarios (MBS) como una clase de activos para el FAP, además de su respectivo Benchmark. **(Aprobado)**
- Se recomienda al MEF modificar las Directrices de Inversión especificando la utilización de hedged Benchmarks como mecanismo prudente para la gestión del Fondo. **(Aprobado)**

## Comisión Supervisora:

- La Comisión Supervisora del FAP entrega su Informe de Opinión 2013.

# INFORMACIÓN FINANCIERA

## Resultado de Operaciones

Al cierre 4T2014, el FAP obtuvo excedentes de ingreso sobre gastos (rendimientos operativos preliminares) por el orden de USD 56,442M, debido al desempeño positivo de los mercados de renta fija (los portafolios de inversión administrados superan a los comparadores referenciales, o “Benchmarks” – compuesto y de manera ponderada – en 37 bps).

Para el año terminado el 31 de diciembre de 2014  
(Cifras en Miles de USD)

	4T14	4T13	Var. (4T14 -4T13)
Intereses ganados	24,845	26,516	(1,671)
Ganancia realizada	38,695	(7,451)	46,146
(Pérdida) ganancia no realizada	(3,937)	(16,796)	12,859
Otros ingresos	566	593	(27)
<b>Total de Ingresos</b>	<b>60,169</b>	<b>2,862</b>	<b>57,307</b>
<b>Gastos Operativos</b>	<b>3,727</b>	<b>1,411</b>	<b>2,316</b>
<b>Excedente de ingresos sobre gastos</b>	<b>56,442</b>	<b>1,451</b>	<b>54,991</b>

Los ingresos para el 4T2014 aumentan significativamente debido a ganancias realizadas para el aprovechamiento del buen desempeño de los mercados financieros (renta fija).

“Rendimientos Operativos”

## Situación Financiera

**Los Activos Netos del FAP crecen en 4.2%, al pasar de USD1,233MM (4T2013) a USD1,285MM (4T2014), impulsado principalmente al comportamiento positivo de los mercados de renta fija.**

Para el año terminado el 31 de diciembre de 2014  
(Cifras en Miles de USD)

<u>Activos</u>	4T14	4T13	Var. (4T14 -4T13)
Depósitos a la vista	543	7,062	(6,519)
Depósitos a plazo	442,190	414,533	27,657
Inversiones en valores	923,570	852,031	71,539
Cuentas por cobrar y otros	44,455	134,601	(90,146)
<b>Total de activos</b>	<b>1,410,758</b>	<b>1,408,227</b>	<b>2,531</b>
<u>Pasivos</u>			
Cuentas por pagar y otros pasivos	125,322	174,621	(49,299)
<u>Patrimonio</u>	<u>1,285,436</u>	<u>1,233,606</u>	<u>51,830</u>
<b>Total de pasivos y patrimonio</b>	<b>1,410,758</b>	<b>1,408,227</b>	<b>2,531</b>

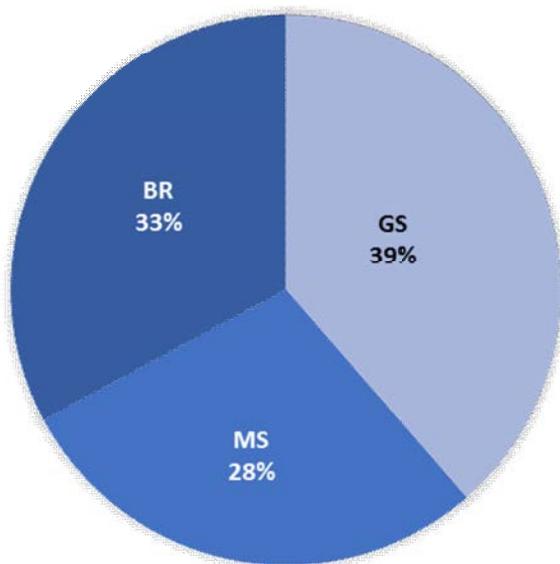
El buen desempeño del mercado de renta fija se ve reflejado en el crecimiento del valor de mercado de las inversiones del FAP, las cuales crecieron un 8.4% con respecto a 4T2013.

# **EVALUACIÓN DE LOS PORTAFOLIOS ADMINISTRADOS**

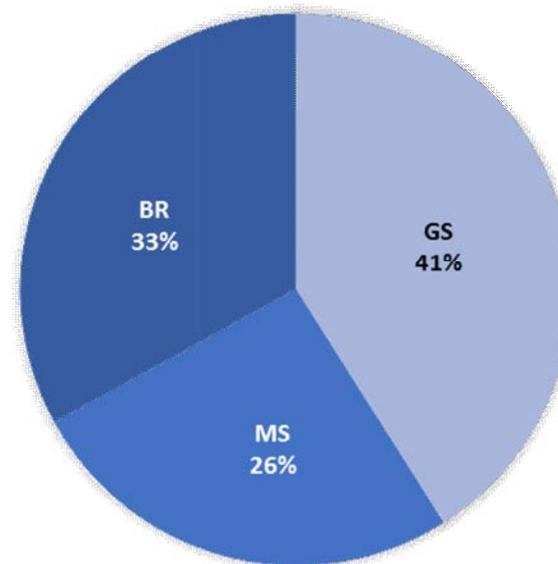
## Portafolio de Inversiones por Administrador

Las inversiones gestionadas por los administradores ascienden a la suma de USD 845MM (4T2014), lo que representa un incremento del 2% con respecto 4T2013. Goldman Sachs se mantiene gestionando 41%, BlackRock el 33% y Morgan Stanley el 26% al cierre de 4T2014.

Diciembre 2013  
USD 828MM



Diciembre 2014  
USD 845MM

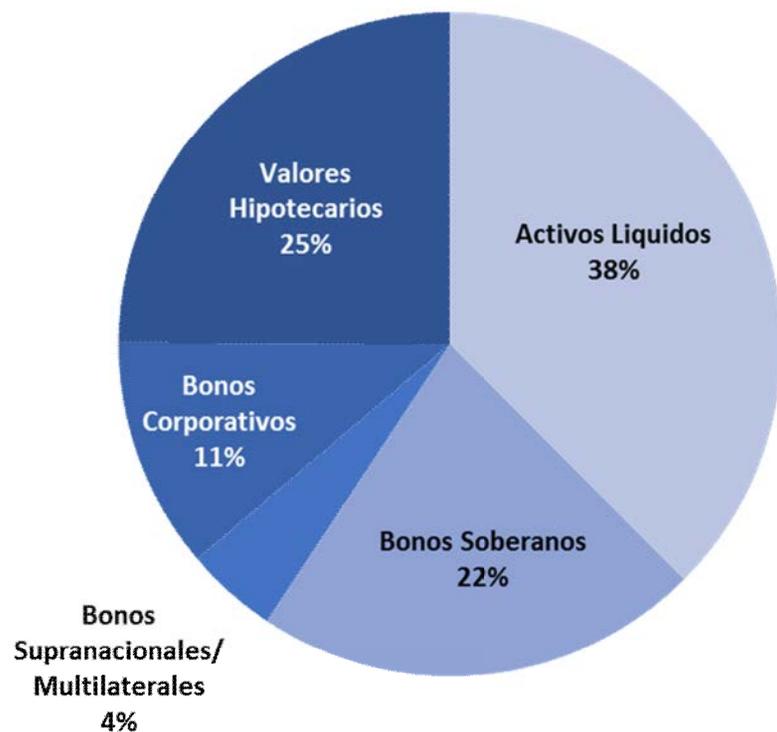


GS: Goldman Sachs; MS: Morgan Stanley; BR: BlackRock

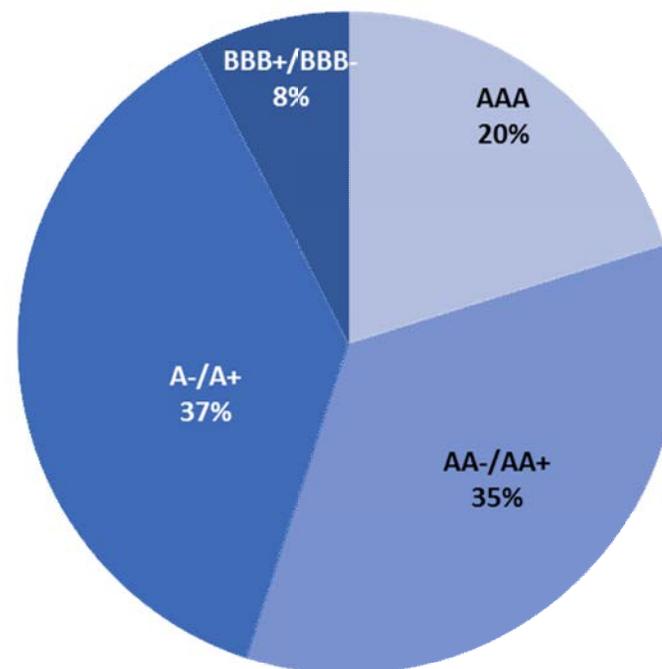
## Composición de la Cartera por Clase de Activo

El valor de las inversiones del FAP asciende a USD 1,287MM (4T2014), los cuales en su gran mayoría están dentro de la categoría crediticia de “Grado de Inversión”.

Composición de la Cartera por Activo



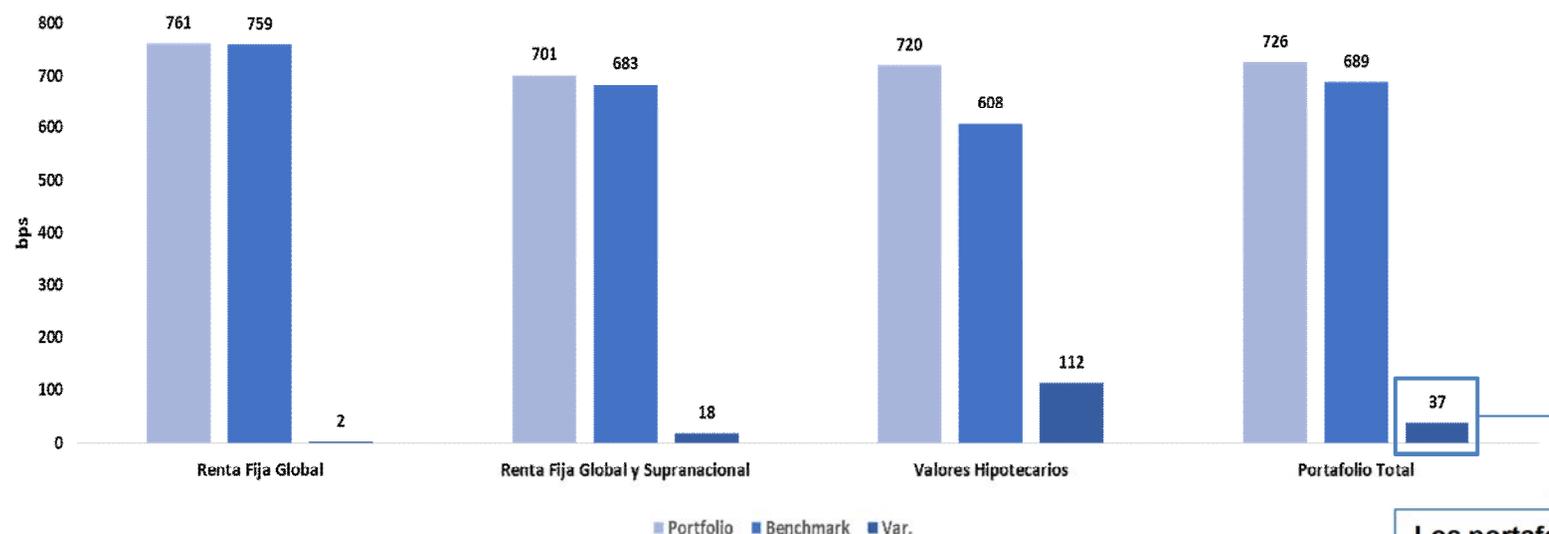
Composición de la Cartera por Calificación Crediticia



**Observación:** “NR” define la nomenclatura de sin calificación, que corresponde a interés depositados en cuentas de “money market”.

# Desempeño de los Portafolios Administrados

Desempeño de los Portafolios vs. Comparadores Referenciales (“Benchmarks”) AI 4T2014, YTD en bps:



Los portafolios de inversión superan al comparador referencial de manera ponderada (compuesto) en 37bps.

Posición de los Portafolios a través de “duración” o riesgo (en años) y Current Yield:

Portafolio	Duración			Current Yield	
	Portafolio	Benchmark	Var.	Portafolio	Benchmark
Renta Fija Global	5.8	6.2	(0.4)	1.5%	1.6%
Renta Fija Global y Supranacional	5.5	5.9	(0.4)	3.0%	2.7%
Valores Hipotecarios	3.4	3.5	(0.1)	5.5%	3.6%
<b>Portafolio Total</b>	<b>5.1</b>	<b>5.4</b>	<b>(0.3)</b>	<b>3.2%</b>	<b>2.6%</b>

**Fuente:** Informes mensuales de los portafolios (no auditados). **Benchmarks:** Barclays Global Aggregate Index (USD Hedged); Barclays US Supranational Index (TR, unhedged USD); y Capital Mortgage Index. **Duración:** Se utiliza la duración efectiva para este análisis; ésta asume que los flujos de caja (cash flows) son inciertos, y por ende cambiantes (expected cash flows) y no fijos. **Current Yield:** Son los ingresos anuales esperados (intereses o dividendos) divididos entre el valor de mercado de las inversiones. Esta medida busca que se presente el retorno líquido a esperar en el término de un año.

# Atribución del Desempeño: Portafolios v. Benchmarks

La atribución del desempeño de los portafolios administrados promedia rendimientos superiores a los de sus respectivos comparadores referenciales (ponderado), denominado “alfa”, se situó en ~37 bps.

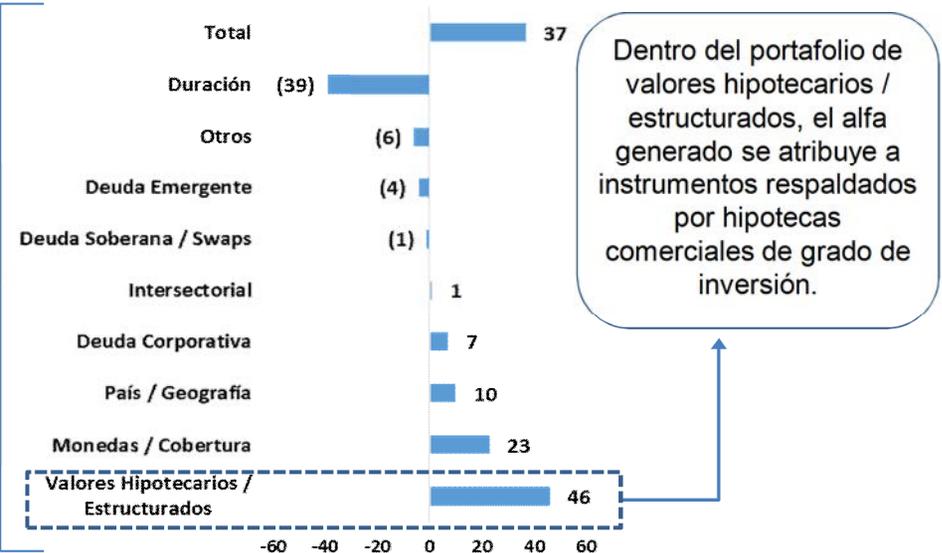
El desempeño de los portafolios al 4T2014 relativo al comparador referencial YTD en bps:

Portafolio	FAP	Benchmark	Var.
Renta Fija Global	761	759	2
Renta Fija Global y Supranacional	701	683	18
Valores Hipotecarios	720	608	112
<b>Portafolio Total</b>	<b>726</b>	<b>689</b>	<b>37</b>

El desempeño por encima de los comparadores referenciales (alfa), recae de forma general en la exposición a valores hipotecarios, al riesgo de tipo de cambio, riesgo país y la selección apropiada de bonos de rendimientos razonables por su alta buena crediticia (EEUU, Europa). El desempeño en la gestión de deuda soberana se relaciona a las posiciones en instrumentos de alta calidad crediticia.

Descripción	bps
<b>Total</b>	<b>37</b>
Duración	-39
Otros	-6
Deuda Emergente	-4
Deuda Soberana / Swaps	-1
Intersectorial	1
Deuda Corporativa	7
País / Geografía	10
Monedas / Cobertura	23
Valores Hipotecarios / Estructurados	46

*Factores o estrategias de inversión que incidieron en el desempeño de los portafolios relativo a el Benchmark ponderado.*



## Concentración Geográfica del Portafolio

La mayor concentración geográfica de las inversiones está en América del Norte (68%) y Europa (20%) al cierre de 4T2014. La exposición al mercado local se reduce por la venta de los “Bonos Globales Panamá 2020”, como parte de la alineación del portafolio hacia lo estipulado en la normativa del Fondo.

Diciembre 2013  
USD 1,266MM



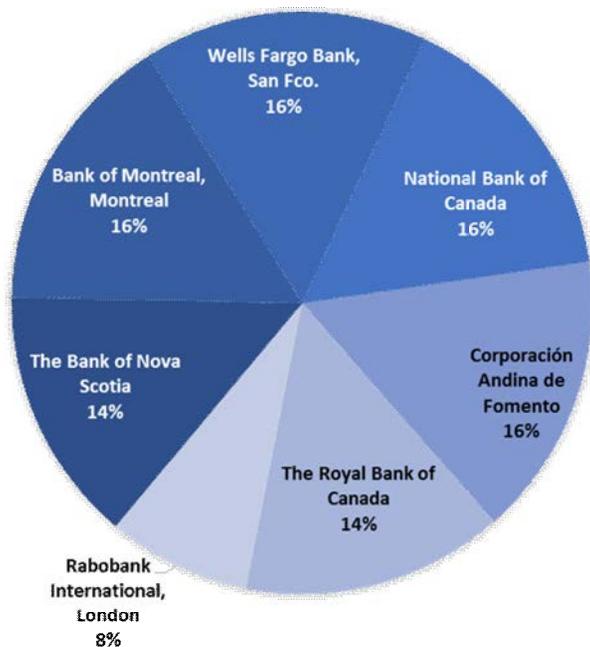
Diciembre 2014  
USD 1,287MM



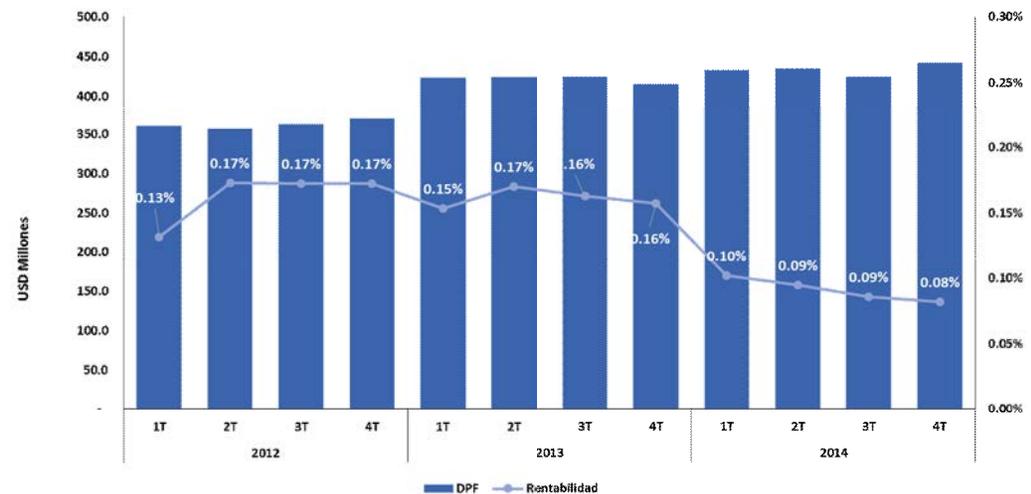
## Depósitos Bancarios a Plazo Fijo – por Banco

Al 31 de diciembre de 2014, los DPF's ascendieron a USD 442MM. La totalidad de estos DPF's están colocados en el mercado internacional con vencimientos de ~30 días y rentan una tasa de interés anual entre 0.01% y 0.14%, para un promedio anual al 4T14 0.08%, disminuyendo de niveles desde 0.16% en 4T13 por una baja en las cotizaciones de tasas de interés por las entidades receptoras de fondos. Se proyecta que con la reasignación de estos recursos al implementarse el Plan Anual de Inversión, se optimice el portafolio de inversiones acorde a un perfil de inversionista de largo plazo.

Depósitos a Plazo por Banco  
USD 442MM



Rentabilidad Trimestral de los Depósitos a Plazo



# EVALUACIÓN DE LOS SERVICIOS DE CUSTODIA

## Evaluación de los Servicios de Custodia

La evaluación de custodios se focaliza en un análisis del posicionamiento de la empresa por los activos en custodia al igual que su perfil o calidad crediticia como reflejo de su nivel de riesgo. Los actuales custodios del FAP son BNYMellon y Brown Brothers Harriman (“BBH”). Estos por volumen de activos bajo custodia, figuran en las posiciones 1 y 9 del mercado global, respectivamente.

Ranking de Custodios Globales por volumen de Activos en Custodia

Custodio	Activos (Trillones, USD)	Calif. de Riesgo Moody's / S&P / Fitch	Cumple
1. BNYM	24.8	Aa2 / AA- / AA-	←
2. State Street	21.7	Aa3 / AA- / AA-	←
3. J.P. Morgan	21.2	A3 / A / A+	
4. Citi	15	Baa2 / A- / A	
5. BNP Paribas	8.7	A1 / A+ / A+	
6. HSBC Securities	6.2	Aa3 / AA- / AA-	←
7. Northern Trust	5.9	A1 / AA- / AA-	←
8. Societe Generale	4.9	A2 / A / A	
9. BBH	3.8	A+	
10. Royal Bank of Canada	3.3	Aa3 / AA- / AA	←

Fuente: Página Web del Custodio y Bloomberg, L.P. Nota: Según estadísticas de GlobalCustody.net, la custodia total de activos en el mercado suma aproximadamente US\$140 Trillones entre ~52 proveedores de servicios.

Se destaca que en la industria de custodia no se observa ningún vínculo contundente entre la calificación crediticia de un custodio y el posicionamiento (activos bajo custodia) de este.

Se verificó la capacidad del Custodio para reunir y manejar activos, el uso eficaz de su tecnología en el proceso de grandes volúmenes de transacciones en tiempo real, el acceso a los mercados a través de su plataforma y las facilidades para consulta en línea sobre las posiciones.

De estas empresas de custodia de mayor representatividad en el mercado por el número de activos bajo custodia, sólo uno de los custodios contratados por el FAP cumple con los requisitos vigentes del FAP (deuda de largo plazo con una calificación crediticia internacional a AA- o superior, emitida al menos por dos de las agencias calificadoras Fitch, Moody's y Standard & Poor's)

# EJECUCIÓN PRESUPUESTARIA AÑO: 2014

# Ejecución del Presupuesto

La ejecución presupuestaria (cifras preliminares) para la presente vigencia se situó en un ~88%, al registrarse gastos por el orden de USD 3,643.9M, respecto a un presupuesto anual de USD 4,161.1M, generando un ahorro presupuestario preliminar de USD 517.2M para el Fondo.

## Ejecución de Presupuesto y Comparativo

A Diciembre 31, 2014

	AF 2014		
	Ejecutado*	Presupuestado	Var.
<i>(Gastos acumulativos, en miles de USD)</i>			
A) Administrativos	100.3	203.3	(103.1)
B) Equipamiento	38.7	33.4	5.3
C) Secretaría	310.5	517.7	(207.2)
D) Junta Directiva	133.4	216.9	(83.5)
E) Comisión Supervisora	1.4	1.8	(0.4)
F) Operación / Gestión de Activos	3,059.6	3,188.0	(128.4)
<b>TOTAL</b>	<b>\$3,643.9</b>	<b>\$4,161.1</b>	<b>(\$517.2)</b>

Contempla las reuniones ordinarias de la Junta Directiva.

Costos de Operación / Gestión comprende aproximadamente el 77% del presupuesto 2014 (~84% en relación al presupuesto ejecutado), ya que son costos significativos y relacionados a servicios de inversión de administradoras y de custodios.

Fuente: EEFF Preliminares No Auditados – Diciembre 2014

\*La políticas contables del fondo descansan sobre el sistema de devengado. Los ajustes a los montos ejecutados corresponden a los gastos devengados en el periodo, pero no contabilizados, ni pagados, ya que fueron facturados en el periodo subsecuente. También, se da el caso de la administradora BlackRock y el custodio Brown Brothers Harriman, quienes actualmente descuentan sus honorarios directamente de la cuenta del Fideicomiso FAP (no de la cuenta del Presupuesto Anual del FAP). 4T2014 = cuarto trimestre del 2014, acumulativo.

# **ESTADOS FINANCIEROS PRELIMINARES (NO AUDITADOS)**

# Estados Financieros Preliminares - No Auditados

## FONDO DE AHORRO DE PANAMÁ

### BALANCE DE SITUACIÓN

Al 31 de Diciembre de 2014  
(en Miles de USD)

#### ACTIVO

Total de Depósitos en Bancos	442,733
Inversiones Administradas y Otros Activos	968,025
<b>TOTAL DE ACTIVOS</b>	<b>\$1,410,758</b>

#### PASIVO

Cuentas por Pagar y Otros Pasivos	125,322
<b>TOTAL PASIVO</b>	<b>125,322</b>

#### PATRIMONIO

Total Patrimonio	1,285,436
<b>TOTAL PASIVO Y PATRIMONIO</b>	<b>\$1,410,758</b>

## FONDO DE AHORRO DE PANAMÁ

### ESTADO DE RESULTADOS

Período - Del 1 de Enero al 31 de Diciembre de 2014  
(en Miles de USD)

#### INGRESOS

Intereses	24,845
Ganancia / (Pérdida) neta en valores	35,324
<b>TOTAL DE INGRESOS / (EGRESOS)</b>	<b>\$60,169</b>

#### GASTOS

Total de Gastos	3,727
-----------------	-------

<b>EXCEDENTE DE INGRESOS SOBRE GASTOS</b>	<b>\$56,442</b>
---	-----------------

Cambio neto en valuación de valores disponibles para la venta	(3,159)
---	---------

<b>TOTAL DE UTILIDADES INTEGRALES</b>	<b>\$53,283</b>
---------------------------------------	-----------------

Nota: La información para preparar esta presentación fue obtenida de los Estados Financieros Interinos del Fideicomiso FAP preparados por el Fiduciario (informes no auditados) y los Estados Financieros Interinos de la Secretaría Técnica del FAP preparados por BDO, los cuales consideramos son confiables para estos propósitos; no obstante, no es una garantía de la exactitud, totalidad o seguridad de las cifras presentadas.

# Fondo de Ahorro de Panamá

---

## Junta Directiva

---

**Fred Kardonski – Presidente**  
**José Nessin Abbo – Vicepresidente**

**Nicolás Ardito Barletta**  
**Jorge Enrique Vallarino Strunz**  
**Alberto Vallarino Clément**  
**Domingo Latorraca Millán**  
**Alberto Alemán Zubieta**

## Secretaría Técnica

---

**Abdiel A. Santiago M. – Secretario**

**Annethe Castillo – Analista**  
**Andrés Martínez – Analista**  
**Edgardo Falcón – Analista**

**María del Carmen Vergara – Administración**  
**+507-394-5776**



[www.fondoahorropanama.com](http://www.fondoahorropanama.com)