

Octubre de 2007

Matrices de transición y comportamiento del riesgo crediticio (2002 – 2006)

Resumen

Las matrices de transición a uno y dos años de las calificaciones de BRC Investor Services, muestran la estabilidad que usualmente se debe encontrar en la evaluación de riesgo crediticio empresarial. Esto es una buena prueba de que el método de análisis empleado por la agencia ha servido para observar 'a través del ciclo'.

I. Introducción

La tarea central de las agencias calificadoras de riesgo se traduce en una opinión que constituye una estimación razonable sobre la probabilidad de cumplir con sus obligaciones de deuda, sobre el impacto de los riesgos que está asumiendo el calificado o sobre la habilidad para administrar inversiones o portafolios de terceros.

Las calificadoras asocian los patrones de comportamiento financiero de las empresas con la probabilidad de que se mantenga, aumente o disminuya el riesgo de incumplimiento. Así, por ejemplo, pérdidas de liquidez, incrementos rápidos y sostenidos de endeudamiento, caídas en la rentabilidad, se pueden relacionar con incrementos en la probabilidad de incumplir. Algunas de las relaciones entre operación empresarial y riesgo se miden de manera cualitativa. Esto ocurre por ejemplo, con la posición en el mercado o la calidad de los procesos administrativos. Otras, de manera cuantitativa, como en el caso de los indicadores financieros y del balance. Las letras¹ resumen estas apreciaciones sobre la capacidad crediticia relativa del calificado.

Otra característica de la opinión de las calificadoras está en que deben mirar 'a través de los ciclos' económicos. Esto es, que los cambios de calificación no deberían obedecer a cambios coyunturales, sino a transformaciones de fondo en la estructura financiera de los emisores o de su entorno, que se traduzcan en aumentos o disminuciones en la probabilidad de incumplir sus obligaciones. La experiencia colombiana en la recesión de 1998 – la más severa en el siglo pasado –, sirvió para probar con claridad que ni siquiera tras el deterioro severo en las condiciones de operación, las firmas calificadas dejaron de honrar oportunamente sus compromisos tal como se evaluó en los anteriores análisis de matrices de transición generados por BRC Investor Services.

Las matrices de transición ayudan a la precisión de la labor de las calificadoras al evaluar el riesgo de los emisores y facilitan la lectura del comportamiento crediticio corporativo en el país. Estas matrices muestran históricamente cuál ha sido la probabilidad que tiene una firma de conservar o modificar hacia arriba o hacia abajo su calificación en un período determinado.

BRC Investor Services calculó matrices de transición para analizar la consistencia de sus calificaciones.

¹ Escalas de calificación de riesgo

Estructura de escala de calificaciones

Para este trabajo se simplificó la estructura de las calificaciones para convertir la escala normal de la compañía de más de una docena de escalones (notches) a seis niveles: AAA, AA, A, BBB, BB y D (default). Así, por ejemplo, las calificaciones AA+ o AA- se agruparon en la denominación AA. Con esto, se pueden comparar los resultados de este trabajo con el de calificadoras internacionales.

Estas matrices contienen información de las calificaciones públicas otorgadas por BRC Investor Services desde el año 2002 hasta el 2006.

Clasificación de matrices por sectores

BRC Investor Services cuenta con tres áreas para estudio de calificaciones de riesgo: financiero, Corporativo & titularizaciones y público. Para efectos de este análisis, se tomaron todas las calificaciones en un gran grupo debido a que el riesgo que se está evaluando se puede comparar según su naturaleza, por ejemplo, riesgo crediticio, riesgo de deuda largo plazo, contraparte y titularizaciones. Se excluyeron las calificaciones para los Fondos de Inversión y la calificación en Calidad en la Administración de Portafolios porque el riesgo que mide no es comparable ni maneja la misma escala de calificación que las del estudio.

En el caso del sector financiero se tiene en cuenta el riesgo crediticio y deuda largo plazo de entidades financieras como bancos, compañías de financiamiento comercial y leasing. Adicionalmente el riesgo de contraparte para comisionistas, fiduciarias y administradoras de fondos de pensiones.

Para el sector Corporativo & titularizaciones (hipotecario, manufactura, industria, etc.) se tienen en cuenta deuda largo plazo y titularizaciones.

El sector público (entidades descentralizadas y entes territoriales), igualmente deuda largo plazo y riesgo de capacidad de pago (Emisor)

Una calificación tradicional de un fondo de inversión permite analizar el riesgo de crédito a que está expuesto y el riesgo de mercado por la volatilidad de las tasas. Para el siguiente análisis se tuvieron en cuenta los dos riesgos. La escala de la calificación para riesgo de crédito se antecede de una letra "F-" y letras mayúsculas y para el riesgo de mercado la escala es numérica, siendo 1+ la calificación que refleja que un fondo presenta muy baja sensibilidad a la variación de las condiciones del mercado.²

Clasificación de matrices por tiempo de análisis

La matriz de transición muestra la probabilidad histórica de que un emisor o emisión cambie o mantenga su calificación dentro de un período específico.

Para construirla, se toma la última calificación de cada año, (Calificación inicial y/o revisión periódica) y con ellos se estima una matriz que resume este comportamiento.

Se realizó un estudio de las calificaciones teniendo en cuenta el comportamiento promedio a uno y dos años. Para obtener dichos resultados primero se calcularon las siguientes matrices: Anuales: 2005-

² Para mayor información sobre la definición de las escalas de calificación empleadas por BRC Investor services las puede observar en nuestra pagina web: www.brc.com.co

2006, 2004-2005, 2003-2004, 2002-2003 y BIANUALES: 2004-2006, 2003-2005 y 2002-2004, luego se promediaron los resultados anuales y bianuales.

Para el análisis de riesgo de crédito de Fondos de Inversión se construyó una matriz promedio anual y para riesgo de mercado se tuvo en cuenta el comportamiento a un año, por esta razón las matrices son: 2003-2004, 2004-2005 y 2005-2006

Cómo interpretar una matriz de transición de calificaciones:

La matriz consta de tres partes:

1. La primera columna a la izquierda representa la escala de calificaciones de inicio de periodo
2. La primera fila superior contiene la misma escala de calificaciones pero representa la calificación final (es decir, la calificación con que termina la entidad el periodo analizado)
3. La intersección de las dos anteriores³, representa el porcentaje de calificaciones que se mantuvieron, aumentaron o disminuyeron en cada escala.
 - a. La diagonal de la matriz representa los porcentajes de calificaciones que mantuvieron la misma calificación.
 - b. Las celdas por debajo de la diagonal representan los porcentajes de calificaciones que aumentaron la calificación.
 - c. Las celdas por encima de la diagonal representan los porcentajes de calificaciones que disminuyeron de calificación.

Por ejemplo, en la siguiente matriz se puede observar lo siguiente:

- ✓ El 100% de las calificaciones AAA se mantuvieron en AAA.
- ✓ El 73% de las calificaciones AA continuaron en AA y un 27% aumentó la calificación a AAA.
- ✓ El 90% de las calificaciones A permanecieron en la misma calificación A y un 10% disminuyó la calificación a BBB.

	AAA	AA	A	BBB	BB
AAA	100%	0%	0%	0%	0%
AA	27%	73%	0%	0%	0%
A	0%	0%	90%	10%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	0%	0%

³ Excepto la primera celda (superior derecha)

II. Matriz de transición

Una calificación de riesgo crediticio o deuda de largo plazo de una entidad (sector financiero, corporativo & titularizaciones y público) indica la probabilidad de repago oportuno, tanto del capital como de los interés.

1. Matriz anual

Al observar la matriz de transición de calificaciones se observa un comportamiento estable en un periodo de un año. El 97% de las calificaciones AAA permaneció en el mismo rango en la siguiente revisión. Para los emisores que iniciaron en AA, el 94% se mantuvieron en la misma clase y los que parten de A y terminan en A, un 79%. El 87% de las calificadas en BBB y el 75% de las BB conservaron la misma categoría un año después.

La matriz también muestra el aumento y disminución de calificaciones. El 58% de las calificaciones aumentaron de categoría gracias al mejoramiento de largo plazo de las condiciones financieras de las empresas en el país, frente a las condiciones de final de los noventa y sólo el 11% de las entidades no obtuvieron aumento ni lograron mantenerse en la misma escala.

Matriz de transición promedio anual

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	97%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	4%	94%	1%	1%	0%	0%	0%	1%
A	0%	18%	79%	3%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	2%	9%	87%	2%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	25%	75%	0%	0%	0%

Lo más significativo de una matriz de transición para escalas de calificación de riesgo es poder observar una gran estabilidad en los porcentajes sobre la línea diagonal. Como podemos observar, el menor porcentaje es del 75% para la escala BB lo cual indica que las calificaciones de BRC Investor Services mantienen una estabilidad a pesar del ciclo económico del país.

El aumento de calificación de AA a AAA y de A a AA hace referencia a entidades del sector financiero y corporativo, algunas de las razones que fundamentan estos incrementos son: notoria mejora y consolidación del desempeño financiero y operativo de las entidades, sinergias positivas con sus casas matrices, posicionamiento de productos en el mercado, diversificación de inversiones que permiten generar ingresos operacionales estables, indicadores de cobertura de cartera adecuados, entre otros.

El 11% de las entidades en BBB subieron uno y dos escalones en un periodo de un año y el 25% de las calificaciones que iniciaron en BB aumentaron a categoría de inversión. Lo anterior se debe principalmente a títulos estructurados de cartera hipotecaria, donde en el 2006 gracias al efectivo proceso de recuperación de los administradores de la cartera lograron prepagos importantes de sus títulos reflejando un menor riesgo crediticio, expresado en un aumento de la calificación.

El 3% de las entidades AAA que bajaron un nivel en la escala de calificación, está explicado por debilidades en la estructura financiera de una entidad junto con la expectativa que traería el cambio de sus accionistas internacionales.

Algunas entidades del sector industrial se vieron expuestas a riesgos de tipo de cambio, a la alta volatilidad de los precios de materias primas y a un nivel de endeudamiento mayor generando presiones en el flujo de caja y disminución en la flexibilidad de la estructura financiera, ocasionando una baja de un escalón en la escala de calificación.

La calificación en D (default) se fundamenta en la alta probabilidad de incumplimiento de pago de intereses y capital de títulos de contenido crediticio por parte de un emisor.

2. Matriz bianual

En la matriz se encuentra que el 92% de emisores calificados en AAA y el 91% de las AA se mantuvieron en el mismo rango dos años después, el 78% en A, 67% en BBB y 63% en BB.

Matriz de transición promedio bianual

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	92%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	6%	91%	1%	1%	0%	0%	0%	1%
A	0%	18%	78%	4%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	8%	25%	67%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	38%	63%	0%	0%	0%

De otra parte, se encuentra de nuevo que la mayor parte de los movimientos en calificación operaron hacia el alza. Lo anterior se ve reflejado por el mejoramiento de la economía del país en los últimos años y también puede interpretarse como señal de tranquilidad para los inversionistas, que deberían encontrar sus intereses bien representados en el sistema de evaluación de la calificadoradora.

Los cambios en calificaciones se hacen más frecuentes en la medida en que el período es mayor. Esto se aprecia al observar que la probabilidad de mantener la calificación sin cambio (la cifra sobre la diagonal), se hace menor cuando se desciende desde la parte superior izquierda hacia la inferior derecha de la diagonal.

3. El riesgo de Crédito y Mercado para Fondos de Inversión

Una calificación de riesgo de crédito de fondos de inversión indica la probabilidad de pérdida de capital e intereses del instrumento negociado por cambios en la calidad crediticia del emisor.

La probabilidad de permanecer durante un año en una calificación F-AAA fue de 99% y en F-AA de 80% pero el 20% de las F-AA aumentaron su calificación a F-AAA. Los fondos de inversión a través del tiempo han mostrado su interés por mantenerse en las calificaciones más altas F-AAA y F-AA.

Matriz de transición para Fondos de Inversión promedio anual Riesgo de Crédito

	F-AAA	F-AA	F-A	F-BBB	F-BB	F-B	F-CCC	D
F-AAA	99%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
F-AA	20%	80%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
F-A	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
F-BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
F-BB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

El riesgo de mercado no presenta el mismo comportamiento. Este riesgo es definido como la sensibilidad del fondo a las variaciones del mercado. En consecuencia, el análisis se concentra en dos factores fundamentales: 1) sensibilidad a variaciones en la tasa de interés; tasa de cambio para las inversiones en moneda extranjera y 2) riesgo de liquidez.

**Matrices de transición para Fondos de Inversión a un año
 Riesgo de Mercado**

2003 - 2004	1	2	3	4	5
1	88%	13%	0%	0%	0%
2	0%	80%	15%	5%	0%
3	0%	20%	80%	0%	0%
4	0%	0%	0%	80%	20%
5	0%	0%	0%	0%	0%

2004-2005	1	2	3	4	5
1	100%	0%	0%	0%	0%
2	0%	94%	6%	0%	0%
3	0%	14%	86%	0%	0%
4	0%	0%	0%	71%	29%
5	0%	0%	0%	0%	0%

2005 - 2006	1	2	3	4	5
1	29%	71%	0%	0%	0%
2	0%	53%	40%	7%	0%
3	0%	0%	100%	0%	0%
4	0%	0%	0%	100%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%

Los cambios de calificación de riesgo de mercado de los fondos de inversión están directamente reflejados en la diversificación de portafolios de inversiones y en la alta volatilidad de las tasas de mercado de capitales. La mayoría de los portafolios de los administradores de inversiones en Colombia están compuestos por Títulos de Tesorería TES, que al ser títulos del gobierno no tienen riesgo de crédito pero sí exposición al comportamiento de las tasas.

La volatilidad de las tasas en el mercado no debería afectar la rentabilidad de un portafolio si éste se encuentra diversificado. Un matriz de transición permite analizar si un portafolio mitiga este riesgo de mercado al lograr mantenerse en la misma escala de calificación. Como se puede observar en el cuadro anterior, la matriz 2005-2006 difiere de las matrices 2004-2005 y 2003-2004 en el porcentaje de la diagonal. Es importante resaltar que ningún fondo sufrió un aumento de calificación y un porcentaje inferior al 55% se mantuvo en las escalas más altas (1 y 2). El 71% de las calificaciones de riesgo de mercado en los fondos de inversión disminuyeron de la escala 1 a la 2, el 40% bajaron de la escala 2 a la 3 y el 7% bajó hasta dos niveles, lo anterior se fundamentó en la alta volatilidad de las

tasas de títulos de deuda pública que se presentó en el segundo trimestre del 2006 y que se vio reflejado en una baja del número de adherentes de los fondos.

Será importante el análisis de la matriz del 2006-2007 donde permitirá validar la implementación de estrategias de diversificación y cubrimiento de riesgo de mercado que los fondos de inversión se han visto en la necesidad de implementar.

III. Conclusiones

Las matrices de transición a uno y dos años de las calificaciones de BRC Investor Services, muestran la estabilidad que usualmente se debe encontrar en la evaluación de riesgo crediticio de empresas. Esto es una buena prueba de que el método de análisis empleado por la agencia ha servido para observar "a través del ciclo" en un periodo en que Colombia tuvo la peor recesión económica en los últimos cien años y su fase de recuperación.

Las emisiones o deudores que inician un año con calificación AAA han tenido casi el 100% de probabilidad de terminar el año en el mismo rango al igual que en un lapso de dos años. En los periodos analizados las calificaciones han presentado una mayor estabilidad o tendencia al alza. Es importante destacar que las calificaciones de riesgo crediticias y de deuda de largo plazo se han mantenido por encima de calificación A, es decir, las tres más altas calificaciones en esta escala. Lo anterior obedece a:

- En Colombia hay un grado importante de auto selección en la emisión de papeles. Esto es, que los emisores potenciales que esperan recibir calificaciones por debajo del límite de A, prefieren no salir al mercado, o de hacerlo, optan por no calificarlas o por no hacer conocer del público la calificación. Estiman que una calificación "baja" les puede cerrar los mercados de algunos inversionistas institucionales, o encarecer la deuda. Por eso, como es apenas natural, no se trata de que no haya empresas con menor calificación, sino que ellas mismas deciden no calificarse o no mostrar su calificación. Modificar ese comportamiento es una tarea fundamental para desarrollar el mercado de capitales local.
- La economía colombiana en general y el sector financiero en particular han presentado una mejora importante en los últimos años, lo que le ha permitido a varias entidades acceder a calificaciones más elevadas.

En cuanto a los bonos del sector Corporativo & Titularizaciones aunque presentaron escalas altas de calificación, su comportamiento no sólo fue al alza, sino de disminución de calificaciones. Las emisiones estructuradas del mismo sector mantuvieron o redujeron su calificación en más de un 'escalón' en un periodo de uno y dos años. Esto se debe a que algunas empresas presentaron riesgos más significativos que influyeron en el cambio de calificación, otros lograron mitigar el riesgo en un periodo de tiempo de al menos un año.

La entrada de las entidades descentralizadas y territoriales al mundo de las calificaciones, permite visualizar varias calificaciones inferiores a A, con lo que el espectro de calificación se ampliará.