

MATRICES DE TRANSICIÓN BRC 2002-2011

PANORAMA ECONÓMICO

Frente al pobre desempeño económico de Estados Unidos y la Eurozona (áreas que, en promedio, fueron destino de cerca del 50% de las exportaciones colombianas entre 2007 y 2011), el país no enfrentó una recesión, pero sí una desaceleración coyuntural entre 2008 y 2009 por una fuerte reducción del crecimiento del consumo de los hogares, la inversión y las exportaciones, en comparación con los resultados registrados entre 2006 y 2007. A pesar de esto, en 2010 la economía empezó a entrar a una nueva senda de crecimiento y en 2011 alcanzó un aumento de 5,9%. La reactivación de la producción estuvo fundamentada, precisamente, en el dinamismo de los componentes de consumo (crecimiento de 5,8% anual en 2011 vs 1,6% en 2009), inversión (crecimiento de 17,2% en 2011 vs -4,1% en 2009) y exportaciones (crecimiento de 11,4% en 2011 vs -2,8% en 2009).

El comportamiento de la inversión extranjera directa (IED) y de las exportaciones fue uno de los elementos más destacables de 2011 (crecimiento anual de 99% y 43%, respectivamente) puesto que, en lugar de presentar resultados negativos o generar fuerzas contractivas para la economía local – tal como se hubiera esperado frente a la crisis mundial- fomentó el consumo, ayudó a mitigar el déficit de cuenta corriente y generó importantes ingresos al sector público, a través de las regalías. Sin embargo, el gran cuestionamiento se centró alrededor de la sostenibilidad de dichos resultados en el futuro y sus implicaciones a escala sectorial (reprimarización de la economía y apreciación cambiaria).

La burbuja inmobiliaria en Estados Unidos se tradujo en un incremento de los precios de algunos *commodities*, lo cual explica el crecimiento de las exportaciones de petróleo, carbón y ferróniquel entre 2010 y 2011 (50% promedio anual) y el aumento de su participación en las exportaciones totales (48% en 2008 vs 65% en 2011). Al mismo tiempo, la favorable cotización de esta clase de bienes generó incentivos a la mayor entrada de

capitales externos, sobre todo, hacia los sectores de petróleo y minas y canteras (56% del total de IED).

Bajo este contexto, la tasa de interés de intervención pasó de 10% en julio de 2008 a 3% en mayo de 2010 y se mantuvo en este nivel hasta enero de 2011, momento a partir del cual el Banco de la República empezó a llevar a cabo una política monetaria contractiva para mantener la inflación dentro del rango meta y controlar la expansión de la cartera crediticia, sobre todo del segmento de consumo, así, la tasa de intervención llegó a 4,75% en diciembre de 2011. La inflación anual fue de 3,73% en 2011, porcentaje superior al 3,17% de 2010 y al 2% de 2009; no obstante, la política monetaria aplicada en 2011 recibió muchas críticas, puesto que –de cierta manera- reforzaba la entrada de capitales y, por ende, la revaluación del peso, debido al aumento del diferencial de la tasa de interés interna y externa.

Finalmente, la prolongación del complejo panorama internacional por la insostenibilidad de la deuda soberana en algunos países de la Eurozona y el lento crecimiento de Estados Unidos siguen marcado un escenario de incertidumbre para América Latina, aún cuando parece que la divergencia entre países seguirá marcando la pauta en 2012 y, por lo mismo, algunas regiones podrán seguir obteniendo resultados favorables que contrastan con los de las economías desarrolladas, quienes anteriormente jalonaban el crecimiento mundial.

MATRICES DE TRANSICIÓN: IMPORTANCIA E INTERPRETACIÓN

Los ciclos de la economía afectan de manera significativa la capacidad de pago de las empresas privadas y entidades públicas, así como la situación financiera de los individuos. El objetivo de la calificación de riesgo es encontrar los fundamentales de la calidad crediticia de emisores, emisiones, titularizaciones y entidades públicas

(territoriales y descentralizadas) y privadas (sector financiero y corporativo), con el fin de determinar, más allá de la coyuntura, su nivel de riesgo relativo, es decir, mirar a través del ciclo.

Desde el año 2003 BRC ha venido realizando seguimiento al comportamiento de las calificaciones crediticias para observar su nivel de estabilidad a través del tiempo y evaluar –en cierta medida- la calidad de las metodologías y procesos aplicados por la Calificadora. En principio, las calificaciones de grado de inversión (más altas) suelen, y deberían, ser más estables que las de grado especulativo, no obstante, por las particularidades y características del mercado local de capitales, esto puede tomar ciertos matices que se evidencian en las matrices de transición presentadas para un año, dos años y las acumuladas (anuales y bianuales) desde 2003.

Para el cálculo de las matrices de transición se toman las calificaciones públicas que, por su naturaleza, pueden ser comparables, es decir, las de los siguientes tipos: 1) *Bonos*, 2) *Emisor*, 3) *Capacidad de Pago*, 4) *Fortaleza Financiera*, 5) *Titularizaciones*, y 6) *Contraparte*. Así, los calificados pueden agruparse según su calificación, aunque no ostentan exactamente la misma calidad crediticia.

Es importante aclarar que, aún cuando todas las metodologías de calificación de riesgo incluyen variables cualitativas y cuantitativas, en las metodologías de los tipos de calificación anteriormente mencionados se da mayor relevancia (ponderación) a los aspectos financieros relacionados con la calidad crediticia.

En contraste, las calificaciones de *Riesgo Administrativo y Operacional*, *Calidad en la Administración de Portafolios* y *Eficacia en la Gestión de Portafolios*, que no son incluidas en el cálculo de las matrices, dan mayor énfasis al análisis de factores como las políticas de inversión de los recursos administrados, las herramientas y metodologías aplicadas para mitigar riesgos, la estructura organizacional y la calidad de los procesos y controles utilizados por las compañías.

En este orden de ideas, las matrices de transición permiten hacer una aproximación al cálculo de la probabilidad de que los calificados (organizaciones, emisiones y titularizaciones) con una determinada calificación mantengan, incrementen o disminuyan su calificación en un horizonte de tiempo de uno y dos años. Por su parte, los promedios ponderados de las variaciones anuales y bianuales desde el año 2003

describen las tendencias de las calificaciones crediticias.

Las tablas de las matrices de transición contienen la siguiente información:

- Las filas indican la calificación al inicio del periodo.
- Las columnas indican la calificación al final del periodo.
- Las celdas de la diagonal de la matriz muestran el porcentaje de calificaciones que se mantuvieron en cada nivel de calificación.
- Las celdas por debajo de la diagonal muestran los porcentajes de las calificaciones que aumentaron en cada nivel de calificación.
- Las celdas por encima de la diagonal muestran los porcentajes de las calificaciones que disminuyeron en cada nivel de calificación.

El cálculo de las matrices parte de la comparación de la calificación de un objeto calificado entre el inicio y el final de un periodo de tiempo determinado (uno y dos años). Por tal motivo, cuando hay más de una calificación entre el periodo de un año (intra-anual) o de dos años se elimina la menos reciente (eliminación de calificaciones intermedias).

El calificado es incluido en el cálculo de la matriz siempre y cuando mantenga vigente la calificación desde el inicio hasta el final del periodo de estudio. Así, las calificaciones que pierden vigencia (PV) o no tienen suficiente información para calificar (E) son eliminadas de las observaciones, puesto que no es posible hacer seguimiento sobre estas.

Las matrices 2002-2011 a un año y dos años incluyen todas las observaciones anuales y bianuales, respectivamente, y registran el comportamiento promedio.

PARTICULARIDADES DE LA INFORMACIÓN

La información utilizada como insumo para el cálculo de las matrices de transición evidencia las particularidades que caracterizan a un mercado de capitales con un amplio potencial de desarrollo, como el de Colombia, y que en parte determinan el grado de confianza de los resultados obtenidos y su interpretación.

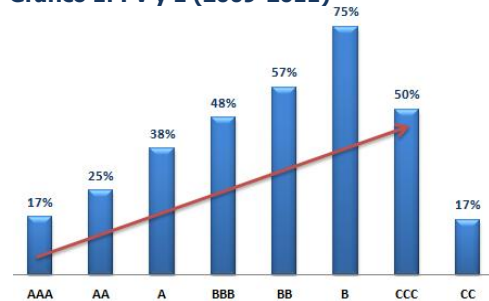
En Colombia, los inversionistas institucionales, particularmente los fondos de pensiones, invierten únicamente en papeles con calificación AAA y AA, lo cual restringe la variedad de las colocaciones del mercado de deuda en términos de la calificación crediticia. Así, las empresas de los sectores financiero y

corporativo con mayor solidez financiera y capacidad de enfrentar la fluctuación de los ciclos productivos son quienes -por regla general- se reservan el atributo de ser emisores recurrentes en el mercado de deuda, dado que, también, son quienes pueden acceder a las más altas calificaciones de riesgo (AAA y AA). Esto explica la concentración de las calificaciones asignadas por BRC en las escalas AAA y AA.

En 2011 el 85% de las calificaciones utilizadas para el cálculo de la matriz se encontraban en grado de inversión, de hecho, las escalas AAA y AA concentraban el 64% del total de calificaciones, en contraste, las escalas CCC y D presentaron una frecuencia nula.

En el mismo sentido, el Gráfico 1 muestra que en la medida en que las calificaciones disminuyen suelen tener una mayor probabilidad de ubicarse en la escala E (sin suficiente información para calificar) o de presentar PV (pérdida de vigencia). Aquí es importante destacar que los resultados observados en las escalas AAA, AA y A se explican, principalmente, por el pago de algunas emisiones de deuda.

Gráfico 1: PV y E (2009-2011)



Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

A partir de todo lo anterior, se puede concluir que en las escalas inferiores a AA, al mismo tiempo que se presenta una menor densidad (bajo número de calificados), los historiales de calificación son más cortos y discontinuos. Esto es particularmente cierto para los entes territoriales y las entidades descentralizadas, quienes más frecuentemente se mueven en la parte baja de la escala de calificación y, en algunos casos, se limitan a realizar el proceso de calificación para acceder a un crédito y, posteriormente, lo suspenden o no brindan la información suficiente para calificar, aún cuando la regulación estipula que la calificación debe permanecer vigente durante la vida del crédito.

MATRIZ DE TRANSICIÓN 2010-2011

Cuadro 1: Matriz de Transición Anual

2010-2011									
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	2%	94%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%
A	0%	5%	86%	0%	9%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	5%	89%	0%	6%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	5%	89%	6%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Entre 2010 y 2011 el 100% de las calificaciones AAA se mantuvieron, lo cual se explica –principalmente– por los positivos resultados financieros de las entidades más importantes de los sectores corporativo y financiero, que al mismo tiempo favorecieron el mantenimiento de las máximas calificaciones para sus emisiones de deuda *senior*.

Aún cuando el crecimiento de la economía y el auge del consumo de los hogares se vieron expresados en una alta demanda de crédito, un factor clave para la estabilidad y, en determinados casos, el incremento de las calificaciones de los establecimientos de crédito fue que el crecimiento en la colocación de cartera (17,9% real anual en 2011) estuvo acompañado de altos niveles de cubrimiento y de indicadores de calidad buenos y estables.

El 94% de las calificaciones AA se mantuvieron y el 6% tuvo cambios. Las fuertes disminuciones de AA a BB (4%) responden a: 1) Situaciones particulares que han venido afectando negativamente a algunas entidades del sector salud y, por ende, a las emisiones de deuda relacionadas con estas, y 2) Las dificultades de operación y demanda que enfrentan ciertas concesiones del país y que deterioran el flujo de caja disponible para el pago de obligaciones. De otro lado, los aumentos de calificación de AA a AAA (2%), guardan relación con la evolución positiva del valor, la liquidez y los rendimientos de los Títulos Participativos Estrategias Inmobiliarias debido, en gran parte, a la menor volatilidad de los ingresos por el mantenimiento de contratos de arrendamiento a largo plazo con clientes con buena calidad crediticia.

El 86% de las calificaciones A se mantuvieron, este nivel evidencia una estabilidad inferior a la de las calificaciones AA y AAA. Por su parte, el significativo porcentaje de calificaciones que pasaron de A a BB (9%) se fundamenta en la degradación de los distintos bonos relacionados con la Concesión Autopista Bogotá Girardot, cuyo efecto también se hizo evidente en las calificaciones que pasaron de

BBB a B (6%) y en las matrices 2009-2010 y 2009-2011.

Por lo general, el comportamiento de las calificaciones inferiores a BBB estuvo explicado por hechos particulares y ajenos a tendencias sectoriales o económicas. No obstante, no se presentó ningún default.

En total, entre 2010 y 2011, el 95% de las calificaciones se mantuvieron, el 2% subió y el 3% bajó. En este sentido, la estabilidad de las calificaciones fue superior al 92% presentado entre 2009 y 2010, lo cual guarda coherencia con un panorama económico mucho más favorable en 2011 con respecto a los dos años anteriores.

MATRIZ DE TRANSICIÓN 2009-2011

En la mayoría de las escalas de calificación la proporción de las calificaciones que se mantienen a través de dos años es menor que las que se mantienen en un año, puesto que cuando aumenta el horizonte temporal se incrementa la probabilidad de que se presenten circunstancias previstas e imprevistas que puedan afectar la capacidad de pago de los calificados. Esto se puede verificar al comparar los porcentajes de la diagonal de la matriz 2010-2011 con los de la matriz 2009-2011.

Cuadro 2: Matriz de Transición Bianaual

		2009-2011								
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA		96%	0%	0%	0%	4%	0%	0%	0%	0%
AA		5%	79%	8%	0%	5%	3%	0%	0%	0%
A		0%	15%	62%	23%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB		0%	0%	9%	91%	0%	0%	0%	0%	0%
BB		0%	0%	0%	8%	77%	15%	0%	0%	0%
B		0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
CCC		0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%
CC		0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
D		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

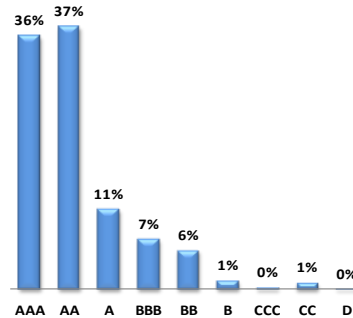
En general, entre 2009 y 2011 el 85% de las calificaciones se mantuvieron, el 5% subió y el 10% bajó. Aquí también se evidencia la menor estabilidad de las calificaciones a dos años, puesto que a un año (entre 2011 y 2011) se mantuvieron el 95% de las calificaciones.

MATRICES DE TRANSICIÓN 2002-2011

Entre 2002 y 2011, el 92% de las calificaciones otorgadas por el Comité Técnico de BRC se ubicaron en las escalas de grado de inversión, de hecho las escalas AAA y AA

concentraron el 73% de las calificaciones (Gráfico 2).

Gráfico 2: Calificaciones en escala/calificaciones totales entre 2002 y 2011



Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Esto ocurre porque, en la práctica, el grado de inversión en Colombia es AA, pues los inversionistas institucionales no invierten en papeles con menor calificación, por ende, las contrapartes más importantes del mercado financiero y las empresas más sólidas son quienes tradicionalmente recurren al mercado de deuda para fondearse y hacen uso de la calificación de riesgo.

En general, la proporción del total de las calificaciones otorgadas entre 2002 y 2011 que se mantuvieron en el horizonte de un año fue de 92%, en tanto que el 4% subieron y el 4% restante disminuyeron.

Cuadro 3: Matriz de Transición Promedio Anual

		2002-2011								
		AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA		98%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA		3%	93%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
A		0%	12%	78%	6%	3%	0%	1%	0%	0%
BBB		0%	1%	8%	82%	7%	2%	0%	0%	0%
BB		0%	0%	0%	7%	88%	5%	0%	0%	0%
B		0%	0%	0%	0%	0%	92%	8%	0%	0%
CCC		0%	0%	0%	0%	0%	33%	67%	0%	0%
CC		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
D		0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Ahora bien, al observar el comportamiento de las calificaciones otorgadas entre 2002 y 2011 en el lapso de dos años, en todas las escalas el porcentaje de las calificaciones que se mantienen es inferior o igual con respecto a lo observado en el lapso de un año entre 2002 y 2011.

Cuadro 4: Matriz de Transición Promedio Bidual

		2002-2011								
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	95%	3%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	
AA	7%	84%	5%	2%	1%	0%	0%	0%	1%	
A	0%	19%	65%	13%	2%	0%	1%	0%	0%	
BBB	0%	3%	17%	68%	12%	0%	0%	0%	0%	
BB	0%	0%	0%	11%	72%	17%	0%	0%	0%	
B	0%	0%	0%	0%	0%	75%	25%	0%	0%	
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	67%	33%	0%	0%	
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

En el agregado de todas las calificaciones otorgadas entre 2002 y 2011, el 84% se mantuvieron en dos años (porcentaje inferior al 92% que se mantuvieron en un año), el 7% subió y el 9% bajó.

Ahora bien, la frecuencia de calificados que han obtenido la calificación D en el lapso de uno o dos años muestra ser muy baja, lo que refleja la concentración de la mayoría de las calificaciones en altos grados de inversión (AAA y AA). Lo anterior, contrasta con lo que sucede en países con mercados de capitales más desarrollados y, también, con el amplio número de defaults que se han presentado durante los últimos años en Estados Unidos y Europa.

MATRIZ DE TRANSICIÓN FONDOS 2010-2011

El análisis de riesgo de crédito de una cartera colectiva o fondo de inversión indica la probabilidad de pérdida de capital e intereses de los instrumentos que hacen parte del portafolio de inversiones, por cambios en la calidad crediticia del emisor. Está compuesto fundamentalmente por dos elementos: 1) El riesgo de incumplimiento de los emisores de los activos que puede producir pérdida en el valor de capital de la cartera, y 2) El riesgo de contraparte que consiste en las pérdidas relacionadas con el riesgo de incumplimiento debido a fallas de la contraparte.

La matriz de transición de riesgo de crédito 2010-2011 muestra una alta concentración y estabilidad de las calificaciones en la escala AAA, lo cual evidencia la preferencia por activos de alta calidad crediticia como los títulos de deuda pública. En contraste, el 100% de las calificaciones en la escala AA pasaron a A, lo cual se explica por: 1) El reducido número de calificaciones en esta escala, y 2) Una situación puntual relacionada con la menor calidad crediticia de los emisores e instrumentos del portafolio de determinadas carteras.

Cuadro 5: Matriz de Transición Anual Riesgo Crédito

		2010-2011								
Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
AA	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
A	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
BB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Así, el avance sugerido con la implementación de la Ley 1328 de 2009, referente al diseño de alternativas de inversión de acuerdo con la aversión al riesgo y la edad de cada afiliado de las Sociedades Administradoras de Fondos de Pensiones y Cesantías, ha mostrado un impacto limitado en términos de la diversificación de la calidad crediticia de los activos que componen los portafolios.

Por su parte, el análisis de riesgo de mercado indica la exposición de la cartera colectiva o fondo de inversión a factores de riesgo de mercado asociados con las variaciones en las tasas de interés, así como con el comportamiento de sus pasivos y la posibilidad de liquidar parte del portafolio de inversiones para cubrir sus necesidades de liquidez.

La matriz de transición de riesgo de mercado 2010-2011 muestra una alta estabilidad de las calificaciones 1, 2 y 3. No obstante, las disminuciones de calificación de 2 a 3 y de 4 a 5 respondieron a los menores soportes de liquidez en algunas carteras colectivas que podrían generar la necesidad de recurrir a operaciones pasivas de liquidez o a la venta de títulos en condiciones de mercado desfavorables.

Cuadro 6: Matriz de Transición Anual Riesgo Mercado

2010 - 2011	1	2	3	4	5
1	100%	0%	0%	0%	0%
2	0%	94%	6%	0%	0%
3	0%	0%	100%	0%	0%
4	0%	0%	0%	50%	50%
5	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.