

## Matrices de Transición BRC Ratings – S&P Global S.A. 2012 – 2021

*Nota: Este reporte incluye las calificaciones emitidas por BRC Ratings - S&P Global S. A, en escala nacional, que se basan en nuestras metodologías para cada sector.*

27 de enero de 2022

Durante 2021, la economía colombiana se reactivó gradualmente, particularmente durante el segundo semestre del año, con un crecimiento anual cercano a 10% que superó las proyecciones iniciales de alrededor de 6%. Dicha recuperación es resultado, en parte, del avance en la vacunación contra el COVID-19 que permitió el levantamiento de las restricciones a la movilidad. Sin embargo, la reactivación se ha dado en un entorno de alta incertidumbre en los mercados internacionales y local, con incrementos en la inflación, consistentes subidas de tasas de interés por parte de los bancos centrales y problemas en las cadenas de suministro globales.

A pesar del impulso en los diferentes sectores de la economía colombiana, las emisiones de deuda en el mercado local no han tenido el mismo dinamismo respecto al año pasado. Al cierre de 2021, el monto total emitido sumaba \$10,5 billones de pesos colombianos (COP), una reducción de 18,5% frente a 2020. El monto emitido del sector corporativo disminuyó 79,1% durante el mismo periodo, con lo que su participación en el total del mercado pasó a cerca de 11% frente a 43% de 2020.

Por otro lado, el monto emitido del sector financiero aumentó 43,8% en 2021 frente al 2020, representando 61,5% del total ese año, y seguido del sector público que aumentó 14,9% anual, con COP1,5 billones emitido. Las emisiones de los sectores de infraestructura y de finanzas estructuradas continúan haciendo un aporte marginal al mercado de capitales local. La evolución de las emisiones del mercado local corresponde con la del número de calificaciones iniciales emitidas en 2021 por BRC Ratings – S&P global, de las cuales las del sector financiero se incrementaron en 25%.

En esta senda de reactivación, aunque con incertidumbre frente a los cambios en la política monetaria y a posibles rebotes del COVID -19 en 2022, el estudio de las calificaciones emitidas por BRC Ratings – S&P Global muestra estabilidad y consistencia frente a años anteriores. Este resultado corresponde con la aplicación de metodologías que capturan las tendencias de largo plazo de las variables más relevantes de los calificados y que miden los riesgos a través del entorno macroeconómico cambiante.

### CONTACTO ANALÍTICO PRINCIPAL

**María Soledad Mosquera**  
Bogotá  
57 (1) 390-7225  
maria.mosquera@spglobal.com

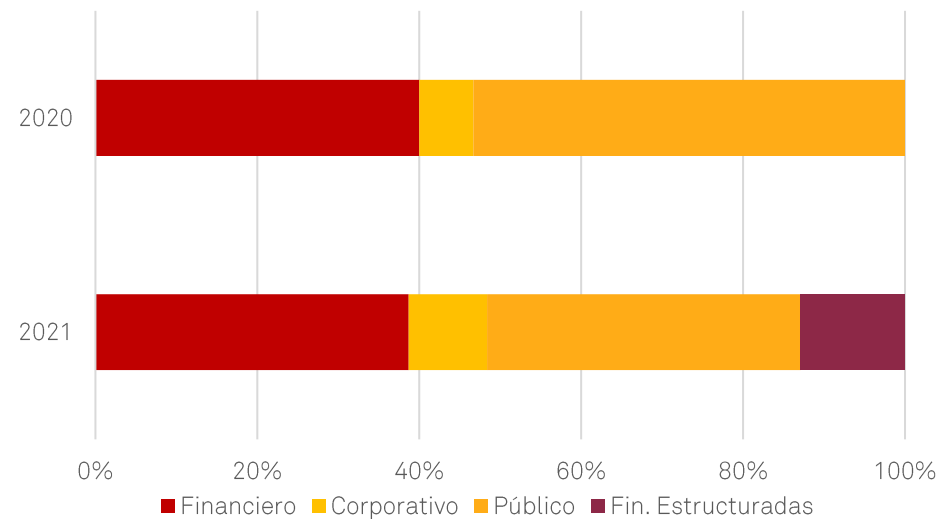
### CONTACTO ANALÍTICO SECUNDARIO

**Juan Camilo Córdoba**  
Bogotá  
57 (1) 390-4259  
juan.camilo.cordoba@spglobal.com

# 1. Resultados agregados

En 2021 BRC Ratings – S&P Global S.A. emitió 31 calificaciones iniciales (ver Gráfico 1), concentradas principalmente en el sector financiero y entidades del sector público, al igual que en años anteriores. A diferencia del 2020, el sector de finanzas estructuradas recuperó su actividad con cuatro calificaciones iniciales.

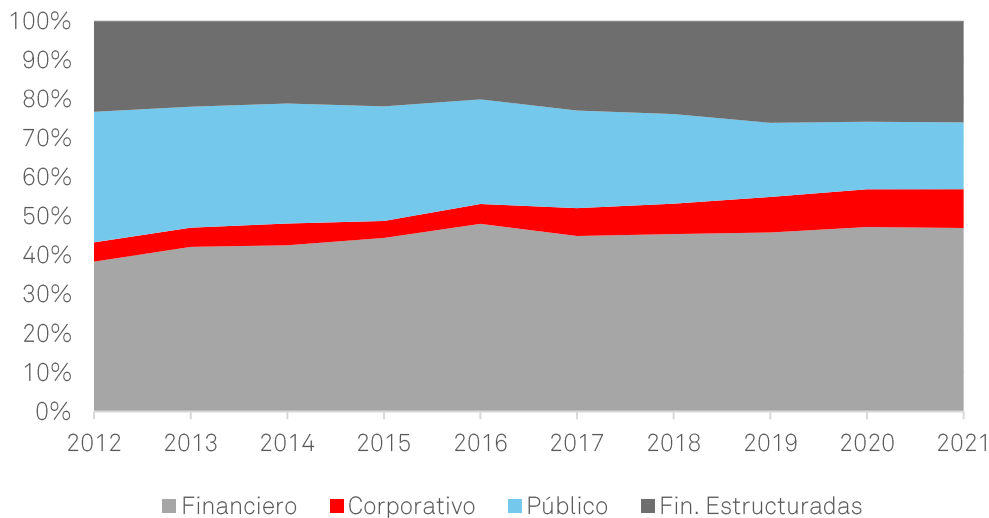
Gráfico 1  
**Calificaciones iniciales 2020 y 2021, distribución por sector**



Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A.

Como se observa en el Gráfico 2, la composición de las calificaciones fue estable frente a 2020. Al cierre de 2021, el sector financiero representaba 47% de las calificaciones vigentes otorgadas por BRC Ratings – S&P Global S.A., mientras que el sector de finanzas estructuradas se mantuvo con 26%, y el corporativo y el público representaron 10% y 17%, respectivamente.

Gráfico 2  
**Calificaciones totales 2012-2021, distribución por sector**



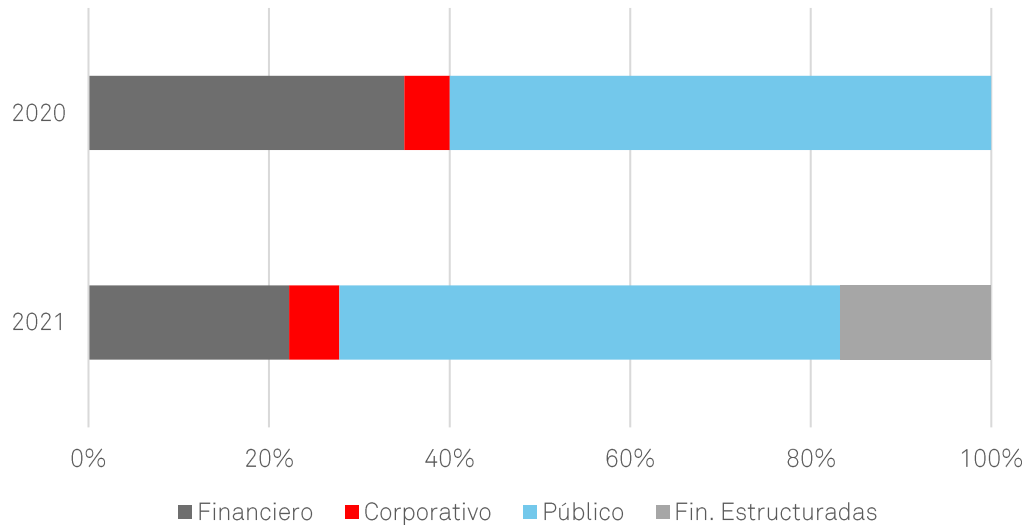
Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A.

La tendencia de crecimiento que venía presentando el sector corporativo se estabilizó en los últimos dos años, mientras que el sector público continuó disminuyendo su participación de los últimos cinco años. El sector de finanzas estructuradas mantiene su crecimiento de los últimos cuatro años y continúa aumentando su representatividad en el portafolio.

Durante 2021, el pago de algunas emisiones de bonos y titularizaciones, y la decisión de algunas administraciones de no solicitar el endeudamiento que tenían proyectado explican la pérdida de vigencia (retiro) de 18 calificaciones de los cuatro sectores; en el 2020 fueron 19 los retiros. En el Gráfico 3 se muestra la distribución de calificaciones por sector.

Gráfico 3

**Pérdidas de vigencia 2020 y 2021, distribución por sector**

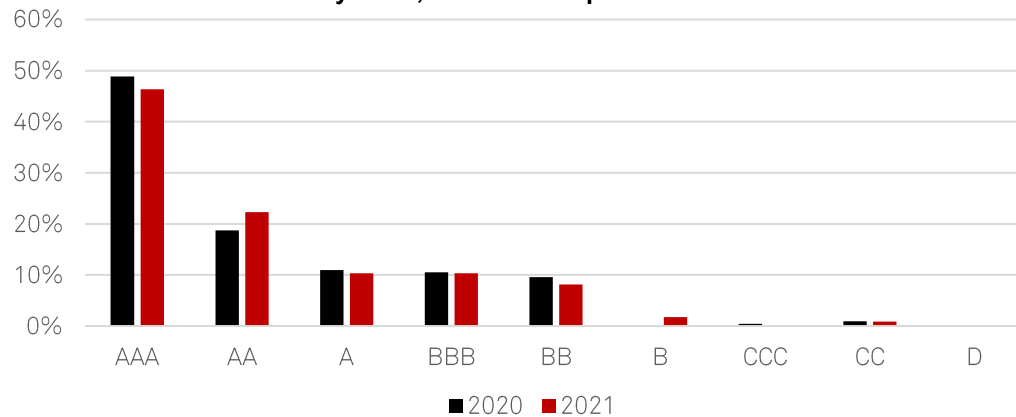


Fuente: BRC Ratings – S&P Global S.A.

Al cierre de 2021, 89,3% de las calificaciones emitidas por BRC Ratings – S&P Global S. A. están en grado de inversión (ver definición en anexos), porcentaje similar al registrado en años anteriores:

Gráfico 4

**Calificaciones totales 2020 y 2021, distribución por calificación**



Fuente: BRC Ratings – S&P Global S.A.

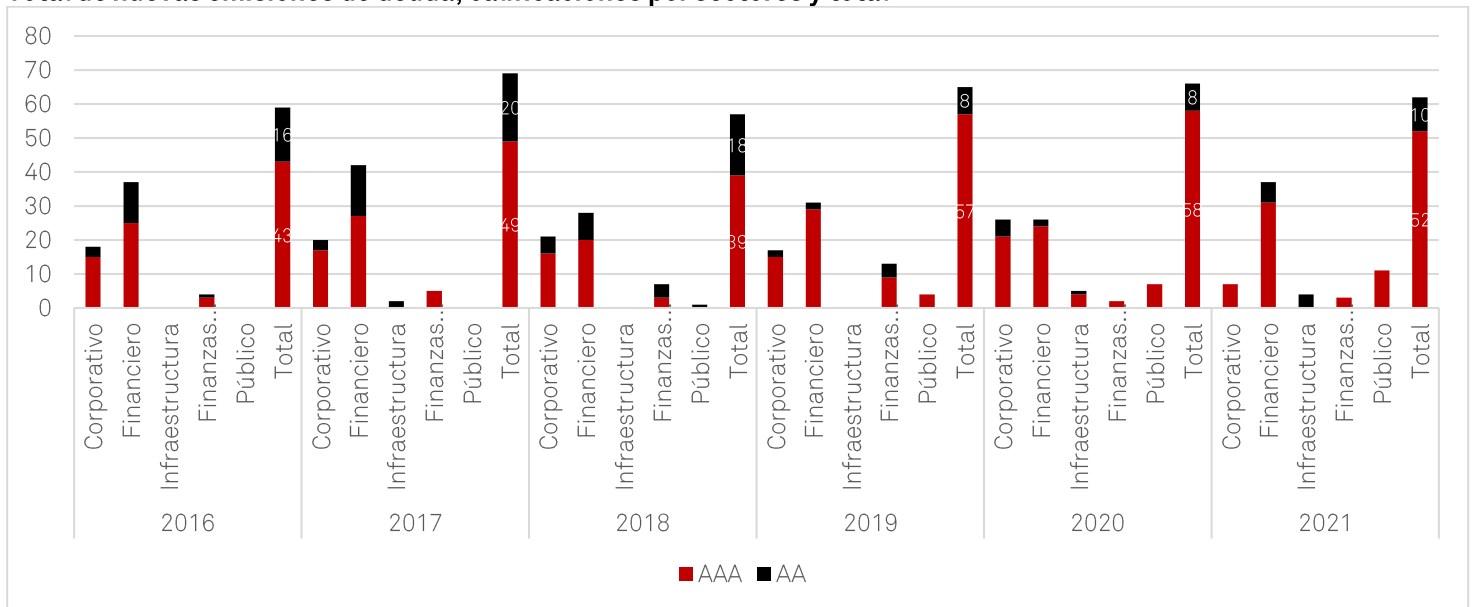
Como se ilustra en el Gráfico 4, hay una alta concentración de calificaciones en la escala AAA, la cual predomina con un margen amplio sobre el resto de las calificaciones; estas han representado 46,4% del total en los últimos dos años. Aun así, las calificaciones en la escala AA ganaron participación con 22,3% en 2021 frente a 18,7% de 2020. Esta dinámica es similar en las emisiones del mercado local, sugiriendo una aversión al riesgo generalizada y una fortaleza financiera estable en los principales

actores del mercado. Las calificaciones en grado de mayor riesgo (especulativo, ver definición en anexos), no presentaron cambios relevantes, y ninguna calificación entró en incumplimiento en 2021.

Como se observa en el Gráfico 5, las nuevas emisiones de deuda en el mercado de capitales local calificadas en AAA siguen siendo las de mayor participación con 78% del total. Cabe mencionar que en el sector financiero hubo nuevas emisiones calificadas en la escala de AA, las cuales, en su mayoría, contaron con garantías parciales que mejoraron la capacidad de pago de los tenedores de los bonos frente a la capacidad de pago del emisor. A diferencia de años anteriores, el sector corporativo redujo el número de nuevas emisiones, mientras que el sector financiero aumentó 25%. Además, el total de nuevas emisiones es menor frente al de los últimos dos años.

Gráfico 5

**Total de nuevas emisiones de deuda; calificaciones por sectores y total**



Fuente: BVC. Cálculos BRC Ratings – S&P Global S. A. Datos al 31 de diciembre de 2021.

El análisis de los resultados de las matrices de transición entre 2012 y 2021 (ver Matriz 1) nos permite concluir que las calificaciones que se encuentran en grado de inversión (igual o mayor a BBB) presentan más estabilidad que las que se ubican en grado especulativo. Los emisores e instrumentos con dicha categoría cuentan con fundamentales crediticios más sólidos, por lo que deben presentar mayor estabilidad en su evolución histórica, a pesar de presentar importantes presiones financieras como las de 2020 a causa de la pandemia.

Matriz 1

**Transición de calificaciones de un año (%) 2012-2021**

Inicial/Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	98.15	1.61	0.25	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	4.36	94.72	0.69	0.23	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	15.56	80.56	3.33	0.00	0.00	0.56	0.00	0.00
BBB	0.00	0.50	9.90	87.13	2.48	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.00	11.54	79.49	7.05	1.28	0.00	0.64
B	0.00	0.00	0.00	3.70	22.22	66.67	7.41	0.00	0.00
CCC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.09	54.55	36.36	0.00
CC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	81.82	18.18
D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00

Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A.

Un análisis sencillo de la diagonal de la Matriz 1 arroja como resultado que el promedio ponderado de los calificados en grado de inversión tiene una probabilidad del 93,92% de mantener su calificación sin modificaciones. También se puede observar que, al interior de este grupo, las calificaciones más altas, AAA y AA, son las que tienen la mayor probabilidad de permanecer igual con 96,95%, en comparación al 84,03% correspondiente a las categorías A y BBB.

Al agregar los resultados de 2021, encontramos cambios marginales en las probabilidades que refleja la matriz de transición; por ejemplo, del promedio ponderado, la probabilidad de mantener una calificación de un año a otro pasó de 92,25% a 92,06% (ver anexos para el cálculo de las probabilidades). Además, la probabilidad de subir una calificación de un año a otro pasó de 5,00% a 5,08%, mientras que la probabilidad de bajar pasó de 2,75% a 2,86%. Es importante considerar que estos cambios responden tanto a las variaciones en las calificaciones efectuadas en 2021, como a los cambios que ya no se consideran por el horizonte de tiempo móvil (2011-2020 a 2012-2021). Los cambios más representativos se encuentran en la probabilidad de que una calificación B pase a ser BB, que era de 18,75% y ahora es de 22,22%, y en la probabilidad que una calificación pase de CC a D, la cual aumentó de 14,29% a 18,18% por el tratamiento de los incumplimientos (ver anexos).

Con base en la información histórica, nuestras calificaciones mantienen estabilidad y consistencia a lo largo del horizonte de tiempo analizado, lo cual se evidencia en la concentración de porcentajes en la diagonal y en las celdas adjuntas a la diagonal, lo que muestra que la mayoría de las calificaciones se mantienen estables o tienen movimientos de un nivel (*notch*). La probabilidad de que una calificación suba un nivel de un año a otro ha sido de 4,97%, mientras que la probabilidad de que baje es de 2,49% a nivel agregado. Por otro lado, las probabilidades que una calificación suba o baje más de un nivel son de 0,11% y 0,38%, respectivamente.

A continuación, presentamos las matrices de transición de largo plazo para cada uno de los cuatro sectores en los que BRC Ratings – S&P Global S. A. otorga calificaciones en escala nacional. El comportamiento recién descrito a nivel agregado prevalece a nivel sectorial. En cada sector también mostramos una tabla que resume el comportamiento anual de las calificaciones durante el periodo estudiado y comparamos contra los resultados obtenidos en el año inmediatamente anterior a fin de enriquecer la información provista y las conclusiones asociadas.

## 2. Resultados sector financiero

La Matriz 2 registra la alta concentración de las calificaciones del sector financiero en el grado de inversión. En el periodo analizado (2012 a 2021), si bien ha habido cambios de calificación, no se han presentado casos en los que una institución financiera o una emisión perteneciente al sector cruce el umbral de *grado de inversión* hacia el *grado especulativo*.

Matriz 2

Transición de calificaciones de un año (%) 2012-2021 – Sector financiero

Inicial/Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	98.97	1.03	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	2.67	96.67	0.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	8.51	89.36	2.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.00	0.00	33.33	66.67	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CCC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A.

Al incluir los resultados de 2021 y comparar la matriz de transición frente a la de 2011 - 2020, la estabilidad de las calificaciones de grado de inversión (AAA a BBB) se mantuvo con una alta concentración en la diagonal, inclusive en las primeras dos escalas con porcentajes superiores a 95%. A nivel agregado, según el promedio ponderado, la probabilidad de mantener la calificación pasó de 97,82% a 97,64%, la probabilidad de subir se encuentra en 1,39% desde 1,20% del año pasado y la probabilidad de bajar se encuentra en 0,97%. De los cambios para destacar entre el informe de este año y el del 2020, las calificaciones en A aumentaron la probabilidad de pasar a AA de 6,12% a 8,51%, mientras que las calificaciones en AAA, AA y BBB mantuvieron la misma probabilidad de permanecer en el mismo nivel, bajar o subir. Así mismo, la probabilidad de bajar de AAA a AA se redujo levemente a 1,03% desde 1,07%.

Dentro de las matrices de transición de sector financiero, la mayor participación la siguen presentando los establecimientos de crédito. En el periodo de análisis, además de los establecimientos de crédito, el número de calificaciones de emisiones de bonos y de contraparte por BRC Ratings – S&P Global S.A. también registró un incremento importante.

Tabla1  
Resumen de calificaciones - Sector financiero

<b>Año</b>	<b>Calificaciones totales</b>	<b>Calificaciones iniciales</b>	<b>Incumplimientos</b>	<b>Retiros</b>	<b>Alzas</b>	<b>Bajas</b>	<b>Sin Cambio</b>
2012	92	9	0	9	1.1%	0.0%	98.9%
2013	95	10	0	7	1.1%	2.1%	96.8%
2014	101	12	0	6	0.0%	2.0%	98.0%
2015	105	11	0	7	0.0%	1.0%	99.0%
2016	101	8	0	12	0.0%	3.0%	97.0%
2017	105	7	0	3	1.9%	1.0%	97.1%
2018	101	6	0	10	1.0%	0.0%	99.0%
2019	106	11	0	6	4.7%	0.0%	95.3%
2020	105	6	0	7	0.0%	0.0%	100.0%
2021	113	12	0	4	2.7%	0.0%	97.3%

Fuente: BRC Ratings – S&P Global S. A. Nota: Los porcentajes en las columnas "Alzas", "Bajas" y "Sin cambio" se calculan con base en las calificaciones vigentes a final de año, en BRC Ratings – S&P Global S. A.

Al cierre de 2021, 97.3% de las calificaciones del sector financiero permanecieron estables frente al promedio de 97,9% de los últimos nueve años. Este resultado es consistente con lo observado en la Matriz 2 y corresponde con una alta participación de las calificaciones de instituciones financieras en las escalas de AAA y AA, las cuales históricamente han mostrado mayor estabilidad.

### 3. Resultados sector corporativo

El sector corporativo, como se presenta en la Matriz 3, sigue concentrado en las escalas más altas de calificación. En comparación con el año anterior, la matriz registra un cambio importante ya que 7,89% de los casos que iniciaron en AAA en un año, al finalizar tuvieron calificación AA y 2,63% bajaron a A. En la matriz del año anterior estos porcentajes fueron de 5,80% y 2,90%, respectivamente.

En el horizonte de tiempo registrado no se presentan alzas en las calificaciones de corporativos a través de las escalas generales; lo anterior no tiene en cuenta variaciones en los modificadores (+ o -) de las calificaciones.

Matriz 3

## Transición de calificaciones de un año (%) 2012-2021 – Sector corporativo

Inicial/Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	89.47	7.89	2.63	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	0.00	95.56	2.22	2.22	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	0.00	88.89	0.00	0.00	0.00	11.11	0.00	0.00
BBB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
B	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CCC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fuente: BRC Ratings – S&amp;P Global S. A.

Al incluir los resultados del 2021, con base en el promedio ponderado, la probabilidad de mantener la calificación de un año a otro es de 91,60%, mientras que el año pasado esta probabilidad era de 92,37%. Como se comentó previamente, lo anterior obedece a los cambios de los calificados en AAA al pasar a AA y A. Así, la probabilidad de bajar la calificación se incrementó a 8,40% desde 7,63%. En general, 96,95% de los calificados se mantienen en la diagonal o en las celdas adjuntas a esta (cambios de un nivel), lo que da cuenta de la consistencia en nuestras calificaciones.

Al comparar los resultados año a año, se puede observar que en el sector 8,3% de los casos registraron bajas de la calificación y el 91,7% se mantuvieron iguales, lo que indica una mayor estabilidad respecto al 2020 (ver Tabla 2). Lo anterior puede indicar una adaptación por parte de los calificados a los cambios que introdujo la pandemia a su contexto.

Tabla 2

## Resumen de calificaciones – Sector corporativo

Año	Calificaciones totales	Calificaciones iniciales	Incumplimientos	Retiros	Alzas	Bajas	Sin Cambio
2012	11	3	0	2	0.0%	0.0%	100.0%
2013	12	1	0	0	0.0%	16.7%	83.3%
2014	8	2	0	6	0.0%	0.0%	100.0%
2015	11	3	0	0	0.0%	0.0%	100.0%
2016	12	1	0	0	0.0%	16.7%	83.3%
2017	15	5	0	2	0.0%	0.0%	100.0%
2018	19	4	0	0	0.0%	0.0%	100.0%
2019	22	3	0	0	0.0%	0.0%	100.0%
2020	22	1	0	1	0.0%	22.7%	77.3%
2021	24	3	0	1	0.0%	8.3%	91.7%

Fuente: BRC Ratings – S&amp;P Global S. A. Nota: Los porcentajes en las columnas "Alzas", "Bajas" y "Sin cambio" se calculan con base en las calificaciones vigentes a final de año, en BRC Ratings – S&amp;P Global S. A.

## 4. Resultados sector público

A lo largo del año, 10 entidades retiraron sus calificaciones, mientras que a 12 les asignamos calificación por primera vez. Por otro lado, a diferencia de 2020, 6,09% de los calificados registraron cambios en su calificación, de los cuales 6,06% fueron alzas (ver Tabla 3). En 2021, las

administraciones locales tomaron medidas para afrontar la pandemia, aun así, la desmejora en su capacidad de pago llevó a bajas de calificación.

Matriz 4

## Transición de calificaciones de un año (%) 2012-2021 – Sector público

Inicial/Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	100.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	6.45	93.55	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	10.94	85.94	3.13	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.00	0.00	7.02	92.11	0.88	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.00	13.89	79.17	4.17	1.39	0.00	1.39
B	0.00	0.00	0.00	0.00	26.32	73.68	0.00	0.00	0.00
CCC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
CC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00

Fuente: BRC Ratings – S&amp;P Global S. A.

En la Matriz 4 destacamos la estabilidad de las calificaciones AAA, con cambios marginales frente a la matriz del año anterior en la probabilidad de que se aumente la calificación de un año a otro, lo que se puede ver en la parte inferior de la diagonal. A nivel agregado, según el promedio ponderado, la probabilidad de subir una calificación año a año pasó a 9,47% de 9,30%, mientras que la probabilidad de bajar una calificación pasó a 2,37% de 2,03%. Además, la probabilidad de mantener estable la calificación bajó a 88,17% de 88,66%. Lo anterior muestra incrementos marginales en la volatilidad de las calificaciones del sector, aunque hay que considerar que 99,41% de las calificaciones se mantienen en la diagonal o en las celdas adyacentes, lo que respalda la consistencia de nuestras calificaciones a lo largo del tiempo.

Tabla 3

## Resumen de calificaciones – Sector público

Año	Calificaciones totales	Calificaciones iniciales	Incumplimientos	Retiros	E	Alzas	Bajas	Sin Cambio
2012	53	19	0	33	6	3.8%	3.8%	92.5%
2013	49	16	0	22	4	8.2%	0.0%	91.8%
2014	53	26	1	20	6	5.7%	0.0%	94.3%
2015	46	17	0	28	2	8.7%	0.0%	91.3%
2016	47	18	1	16	3	8.5%	4.3%	87.2%
2017	46	11	0	14	1	13.0%	2.2%	84.8%
2018	39	10	0	18	0	2.6%	2.6%	94.9%
2019	35	8	0	12	0	17.1%	0.0%	82.9%
2020	31	8	0	12	0	0.0%	0.0%	100.0%
2021	33	12	0	10	0	6.06%	3.03%	90.91%

Fuente: BRC Ratings – S&P Global S.A. Nota: Los porcentajes en las columnas "Alzas", "Bajas" y "Sin cambio" se calculan con base en las calificaciones vigentes a final de año, más el cambio neto en las calificaciones en E ((t-1) - t) en BRC Ratings – S&P Global S.A. La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente para calificar.

En los últimos 10 años, los calificados del sector público han fortalecido su capacidad de pago, lo que se refleja en una mayor concentración de calificaciones en grado de inversión. Esto se ha logrado a través de la mejora en sus indicadores financieros, consistencia en las políticas de administración y coherencia en los planes de desarrollo de municipios y departamentos.



## 5. Resultados sector finanzas estructuradas

El sector de finanzas estructuradas es el que presenta una mayor dispersión de calificaciones a lo largo de toda la escala de calificación. Esto ocurre debido a que la mayor parte del portafolio de calificaciones es de titularizaciones de cartera hipotecaria, compuestas por distintas series, con diferenciación en las prioridades de pago. Las series subordinadas son las que tienen calificaciones menores dado que su pago sólo se empieza a realizar una vez que las series senior estén pagadas.

Matriz 5

Transición de calificaciones de un año (%) 2012-2021 – Sector Finanzas estructuradas

Inicial/Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	99.20	0.80	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
AA	15.00	85.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
A	0.00	28.33	66.67	5.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00
BBB	0.00	1.19	13.10	80.95	4.76	0.00	0.00	0.00	0.00
BB	0.00	0.00	0.00	9.52	79.76	9.52	1.19	0.00	0.00
B	0.00	0.00	0.00	12.50	12.50	50.00	25.00	0.00	0.00
CCC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	9.09	54.55	36.36	0.00
CC	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	81.82	18.18
D	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	100.00

Fuente: BRC Ratings – S&P Global S.A.

Al incluir la información de 2021, el sector agregado de finanzas estructuradas no presentó grandes cambios pues la probabilidad de mantener la calificación pasó de 83,48% a 83,56%. La probabilidad de subir la calificación pasó a 10,89% de 10,86% y la probabilidad de bajar pasó a 5,56% de 5,66%. Sin embargo, al diferenciar las calificaciones en grado de inversión de las calificaciones en grado especulativo se observa una mayor variación. Para las calificaciones en grado especulativo, la probabilidad de mantenerse estable se redujo algo más de 100 puntos base, pasando a 76,86% de 77,78%. Además, la probabilidad de subir la calificación tuvo similar comportamiento, aunque más leve, pasando de 9,26% a 9,09%, mientras que la probabilidad de bajar aumentó de 12,96% a 14,05%. Esto se explica en parte por el deterioro en los índices de cartera vencida y en las coberturas de los títulos hipotecarios, lo que afecta principalmente a las series subordinadas.

Por otro lado, en el sector se ven mayores probabilidades de aumentar de calificación en grado de inversión con respecto a los demás sectores, con 11,55% frente a 1,39% y 7,23% de los sectores financiero y público, respectivamente. El funcionamiento de las titularizaciones hipotecarias también explica una parte importante de este fenómeno. A medida que los pagos se van realizando, las series que inicialmente eran subordinadas empiezan a adquirir una mayor prelación en el pago, relativo a su posición original, lo que se refleja en las alzas de calificación.

Tabla 4

Resumen de calificaciones - Sector finanzas estructuradas

Año	Calificaciones totales	Calificaciones iniciales	Incumplimientos	Retiros	E	Alzas	Bajas	Sin Cambio
2012	53	8	0	8	0	11.3%	3.8%	84.9%
2013	48	0	0	5	0	8.3%	4.2%	87.5%
2014	50	5	0	3	0	22.0%	4.0%	74.0%
2015	43	5	0	11	1	27.9%	4.7%	67.4%
2016	40	3	0	7	0	17.5%	7.5%	75.0%
2017	46	15	1	9	0	6.5%	4.3%	89.1%

## Matrices de Transición BRC Ratings -S&P Global S. A. 2012 – 2021

2018	49	13	1	10	0	6.1%	8.2%	85.7%
2019	63	16	0	2	0	1.6%	0.0%	98.4%
2020	63	0	0	0	0	1.6%	4.8%	93.7%
2021	64	4	0	3	0	1.6%	7.8%	90.6%

Fuente: BRC Ratings S.A. Nota: Los porcentajes en las columnas "Alzas", "Bajas" y "Sin cambio" se calculan con base en las calificaciones vigentes a final de año, más el cambio neto en las calificaciones en E((t-1)-t) en BRC Ratings – S&P Global S.A. La calificación E indica que BRC no cuenta con la información suficiente para calificar.

El 7,8% de las calificaciones tuvieron movimientos a la baja, lo que representa un porcentaje mayor al promedio de los últimos nueve años, de 4,6%. Lo anterior se explica en parte por los efectos que aún tiene la pandemia en el sector y sus indicadores.

## 6. Conclusiones

Los resultados de las matrices de transición para el periodo analizado de 2012 a 2021 no presentan grandes cambios frente a los informes de años anteriores y reflejan la estabilidad y consistencia de las calificaciones asignadas por BRC Ratings – S&P Global S. A. Lo anterior se evidencia en la concentración de porcentajes en la diagonal y en las celdas adjuntas a la diagonal, dado que la mayoría de las calificaciones se mantienen estables o tienen movimientos de un nivel (*notch*). El conocimiento sobre cada una de las industrias que cubrimos y la consistencia en la aplicación de nuestras metodologías permiten reflejar la capacidad de pago de nuestros clientes y de sus emisiones a lo largo del tiempo.

La gran mayoría de cambios en las calificaciones son de un nivel en nuestra escala. Esto da cuenta de cómo la calificación refleja la evolución y el desarrollo de los calificados en un entorno que está en constante cambio. En otras palabras, no hay cambios abruptos o modificaciones que previamente no se hayan considerado en los análisis. El sector de finanzas estructuradas presentó la mayoría de los cambios en 2021 por las repercusiones de la pandemia, particularmente en las titularizaciones hipotecarias. En cuanto al sector público, será importante monitorear el efecto real de los cambios regulatorios sobre las entidades calificadas. El sector corporativo y financiero son los más estables en los últimos 10 años.

El mercado de capitales colombiano, por su tamaño y profundidad, continúa concentrado en emisiones AAA que reflejan la aversión al riesgo, si bien gradualmente las emisiones AA han venido ganando participación.

## ANEXOS

### Escalas de Grado de Inversión y Grado Especulativo

- Grado de Inversión: Las escalas en grado de inversión abarcan desde el AAA hasta la escala del BBB (con sus modificadores, + o -).
- Grado Especulativo: Las escalas en grado especulativo abarcan desde el BB (con sus modificadores, + o -) hasta la D (incumplimiento).

### Metodología para el cálculo de las matrices de transición

La matriz de transición refleja el cambio en las calificaciones de un emisor o emisiones en un periodo de tiempo determinado. Nuestras matrices de transición comparan las calificaciones crediticias del emisor o de las emisiones al comienzo de un periodo frente al final del periodo, en este caso año tras año, durante 10 años. Por ejemplo, un emisor calificado continuamente desde 2012 hasta finales de 2021 aparecerá a través de toda la muestra, con nueve transiciones, y reflejará los cambios de calificación que durante ese periodo pudieran haber ocurrido. En cambio, si

tenemos un emisor que contaba con una calificación vigente desde 2012, pero en 2018 retira su calificación, a partir de ese momento no se incluye en las transiciones de 2018 a 2021.

De otro lado, las matrices de transición son calculadas a través de las escalas de calificación generales y no se incluye a nivel de modificadores (+ o -). Las matrices de transición que presentamos en este documento recogen las calificaciones públicas de riesgo de crédito de los siguientes tipos:

- Capacidad de pago
- Contraparte
- Emisor de Deuda de Largo y/o Corto Plazo
- Fortaleza financiera
- Titularizaciones
- Deuda de Largo plazo (emisiones)

Tipos de calificación incluidas en cada sector:

Financiero:

- Contraparte
- Emisor Deuda de largo y/o Corto Plazo
- Fortaleza financiera
- Deuda de Largo plazo (emisiones)

Corporativo:

- Contraparte
- Emisor Deuda de largo y/o Corto Plazo
- Deuda de Largo plazo (emisiones)

Público:

- Capacidad de pago
- Emisor Deuda de largo y/o Corto Plazo

Finanzas estructuradas:

- Emisor de Deuda de largo y/o Corto Plazo
- Deuda de Largo plazo (emisiones y titularizaciones)

Las calificaciones pertenecientes al sector financiero que no se incluyen son:

- Calidad en la administración de portafolios
- Eficacia en la gestión de portafolios
- Riesgo de Crédito y Mercado, Riesgo Administrativo y Operacional (fondos)
- Originador

## Contabilización de calificaciones anuales

En las tablas 1, 2, 3 y 4 el número total de calificaciones de cada año (t) es el resultado de sumar las calificaciones del año anterior (t-1), las calificaciones iniciales del año (t), restar las pérdidas de vigencia del año (t) y sumar las calificaciones E en los casos en los que aplique. Los números pueden diferir en situaciones específicas por procesos internos de la calificadora.

## Pérdidas de vigencia o calificaciones retiradas

La definición pérdida de vigencia se utiliza para aquellas calificaciones que fueron retiradas del mercado durante el periodo de análisis, ya sea por solicitud del emisor o el pago de una emisión. Cabe mencionar que, desde 2021, aquellas calificaciones de entidades que pierden vigencia durante un periodo no superior a los tres meses, y que posteriormente retoman la calificación, no son consideradas pérdidas de vigencia, ni su reingreso se califica como calificación inicial; en decir, se mantiene la continuidad en dichas calificaciones.

## **Tratamiento de incumplimiento**

Con el fin de alinear nuestro análisis de matrices de transición con S&P Global, realizamos cambios a las cuentas que incluyen las calificaciones en incumplimiento (D). Mientras una calificación haya estado en D, y aunque se haya retirado, se contará como tal mientras que esta haga parte del horizonte de tiempo analizado.

## **Cálculo de probabilidades**

Para el cálculo de las probabilidades que se muestran en el reporte se aplicó un promedio ponderado que toma como referencia la tabla de frecuencias que se toma como base para las matrices. De esta manera, se le da más importancia a las probabilidades que tienen un mayor número de calificados en el horizonte de tiempo.

*Este documento se basa en la información pública de las calificaciones emitidas por BRC Ratings – S&P Global S.A. entre 2012 y 2021. La continua calibración que realiza la calificadora de la base de datos de incumplimiento y transiciones utilizada para generar este estudio podría generar resultados que difieran, en cierto grado, de los reportados en estudios previos. Cada estudio de matrices de transición anual está contenido en sí mismo y reemplaza efectivamente todas las versiones anteriores.*

*Este reporte no constituye una acción de calificación.*

Copyright © 2022 por Standard & Poor's Financial Services LLC. Todos los derechos reservados.

Ningún contenido (incluyendo calificaciones, análisis e información crediticia relacionada, valuaciones, modelos, software u otra aplicación o resultado derivado del mismo) o cualquier parte aquí indicada (Contenido) puede ser modificada, revertida, reproducida o distribuida en forma alguna y/o por medio alguno, ni almacenada en una base de datos o sistema de recuperación de información, sin permiso previo por escrito de Standard & Poor's Financial Services LLC o sus filiales (conjuntamente denominadas S&P). El Contenido no debe usarse para ningún propósito ilegal o no autorizado. S&P y todos sus proveedores, así como sus directivos, funcionarios, accionistas, empleados o agentes (en general las Partes S&P) no garantizan la exactitud, integridad, oportunidad o disponibilidad del Contenido. Las Partes S&P no son responsables de errores u omisiones (por negligencia o cualquier otra causa), independientemente de su causa, de los resultados obtenidos a partir del uso del Contenido o de la seguridad o mantenimiento de cualquier información ingresada por el usuario. El Contenido se ofrece sobre una base "como está". LAS PARTES S&P DENIEGAN TODAS Y CUALESQUIER GARANTÍAS EXPLÍCITAS O IMPLÍCITAS, INCLUYENDO, PERO SIN LIMITACIÓN DE, CUALESQUIER GARANTÍA DE COMERCIALIZACIÓN O ADECUACIÓN PARA UN PROPÓSITO O USO EN PARTICULAR, DE AUSENCIA DE DEFECTOS, DE ERRORES O DEFECTOS EN EL SOFTWARE, DE INTERRUPCIÓN EN EL FUNCIONAMIENTO DEL CONTENIDO O DE OPERACIÓN DEL CONTENIDO CON CUALQUIER CONFIGURACIÓN DE SOFTWARE O HARDWARE. En ningún caso, las Partes S&P serán sujetos de demanda por terceros derivada de daños, costos, gastos, comisiones legales o pérdidas (incluyendo, sin limitación, pérdidas de ingresos o de ganancias y costos de oportunidad o pérdidas causadas por negligencia) directos, indirectos, incidentales, punitivos, compensatorios, ejemplares, especiales o consecuenciales en conexión con cualquier uso del Contenido incluso si se advirtió de la posibilidad de tales daños.

Los análisis crediticios relacionados y otros, incluyendo las calificaciones, y las declaraciones en el Contenido, son opiniones a la fecha en que se expresan y no declaraciones de hecho. Las opiniones, análisis y decisiones de reconocimiento de calificaciones (como tal término se describe más abajo) de S&P no constituyen recomendaciones para comprar, retener o vender ningún instrumento o para tomar decisión de inversión alguna, y no se refieren a la conveniencia de ningún instrumento o título-valor. S&P no asume obligación para actualizar el Contenido tras su publicación en cualquier forma o formato. No debe dependerse del Contenido y éste no es sustituto de la capacidad, juicio y experiencia del usuario, de su administración, empleados, asesores y/o clientes al realizar inversiones y tomar otras decisiones de negocio. S&P no actúa como fiduciario o asesor de inversiones excepto donde esté registrado como tal. Aunque S&P ha obtenido información de fuentes que considera confiables, no realiza labores de auditoría ni asume la tarea de revisión o verificación independiente de la información que recibe. Las publicaciones relacionadas con calificaciones pueden publicarse por diversas razones que no necesariamente dependen de la acción de un comité de calificación, incluyendo, pero sin limitarse a, la publicación de una actualización periódica sobre una calificación crediticia y análisis relacionadas.

En la medida en que las autoridades regulatorias permitan a una agencia calificadora reconocer en una jurisdicción una calificación emitida en otra jurisdicción para fines regulatorios determinados, S&P se reserva el derecho de asignar, retirar o suspender tal reconocimiento en cualquier momento y a su sola discreción. Las Partes S&P no asumen obligación alguna derivada de la asignación, retiro o suspensión de un reconocimiento, así como cualquier responsabilidad por cualesquiera daños que se aleguen como derivados en relación a ello.

S&P mantiene algunas actividades de sus unidades de negocios independientes entre sí a fin de preservar la independencia y objetividad de sus respectivas actividades. Como resultado de ello, algunas unidades de negocio de S&P podrían tener información que no está disponible a otras de sus unidades de negocios. S&P ha establecido políticas y procedimientos para mantener la confidencialidad de la información no pública recibida en conexión con cada uno de los procesos analíticos.

S&P puede recibir honorarios por sus servicios de calificación y por sus análisis, los cuales normalmente pagan los emisores de los títulos o los suscriptores de los mismos o los deudores. S&P se reserva el derecho de diseminar sus opiniones y análisis. Las calificaciones y análisis públicos de S&P están disponibles en sus sitios web [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com), [www.standardandpoors.com.mx](http://www.standardandpoors.com.mx), [www.standardandpoors.com.ar](http://www.standardandpoors.com.ar), [www.standardandpoors.com.br](http://www.standardandpoors.com.br) (gratuitos) y en [www.ratingsdirect.com](http://www.ratingsdirect.com) y [www.capitaliq.com](http://www.capitaliq.com) (por suscripción) y pueden distribuirse por otros medios, incluyendo las publicaciones de S&P y por redistribuidores externos. Información adicional sobre los honorarios por servicios de calificación está disponible en [www.standardandpoors.com/usratingsfees](http://www.standardandpoors.com/usratingsfees).

STANDARD & POOR'S, S&P y RATINGSDIRECT son marcas registradas de Standard & Poor's Financial Services LLC.