

Septiembre de 2010

Matrices de transición y comportamiento del riesgo de emisor y deuda largo plazo (2002 – 2009)

Introducción

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 de emisor o deuda largo plazo. Esto evidencia que el método de análisis empleado por la agencia calificadora ha servido para observar 'a través del ciclo'.

BRC Investor Services S.A. SCV (en adelante BRC), ha venido realizando desde el año 2003 el seguimiento al comportamiento de sus calificaciones de riesgo con el propósito de analizar la estabilidad de las mismas "a través del ciclo". Esto permite evidenciar que las metodologías de evaluación de riesgo de emisor o deuda de largo plazo aplicadas por BRC son apropiadas, y que no sólo reflejen el resultado de datos históricos y actuales sino que permite anticipar la probabilidad de la capacidad de repagar oportunamente capital e intereses por parte de una compañía o de una titularización.

Año a año, la Calificadora ha venido incluyendo en el análisis de las matrices las calificaciones públicas otorgadas por el Comité Técnico, las cuales son comparables por su naturaleza en entidades del sector financiero¹, corporativo² y titularizaciones y sector público³. En este caso, el tipo de calificaciones incluidas en el estudio de emisor y deuda de largo plazo son:

- Riesgo de emisor o de capacidad de pago.
- Riesgo de deuda largo plazo (otorgada a bonos y titularizaciones).
- Riesgo de Contraparte (para entidades de servicios financieros⁴).

La escala normal de calificaciones de emisor y deuda de largo plazo de BRC se simplifica de más de una docena de escalones (notches) a ocho niveles: AAA, AA, A, BBB, BB, B, CCC y D (default). Así, por ejemplo, las calificaciones AA+ o AA- se agruparon en la denominación AA. Esto permite comparar los resultados de este trabajo con el de calificadoras internacionales que siguen los mismos lineamientos.

Contenido	Pág.
Introducción.....	1
1. Matriz de transición – riesgo de emisor y deuda largo plazo.....	2
1.1. Matriz anual.....	2
1.2. Matriz bianual.....	3
2. Matriz de transición anual – riesgo de crédito para carteras colectivas.....	4
3. Matriz de transición anual - riesgo de mercado para carteras colectivas.....	4
Anexo 1. Cómo interpretar una matriz de transición de calificaciones.....	6

¹ Bancos, Compañía de Financiamiento, compañías Leasing, etc.

² Sector hipotecario, manufactura, industria, etc.

³ Entidades descentralizadas y entes territoriales.

⁴ Comisionistas de Bolsa, Sociedades Fiduciarias, Sociedades Administradoras de Inversión y Administradoras de Fondos de Pensiones.

Por otra parte, BRC ha extendido el análisis de matrices de transición a las calificaciones de riesgo de crédito y de mercado de las carteras colectivas, el cual se ilustra en los puntos 2 y 3 del presente documento.

1. Matriz de transición – riesgo de emisor y deuda largo plazo

1.1 Matriz anual

El primer análisis que se hace es calcular la matriz de transición en un periodo promedio anual entre el año 2002 y el 2009. La línea diagonal de la matriz muestra las calificaciones que se mantuvieron en la misma escala en el periodo analizado. Entre más alto el porcentaje (de 0% a 100%) más estable son las calificaciones.

En un contexto donde la economía colombiana ha venido mostrando una tendencia de desaceleración al pasar de un crecimiento de 7,5% en el 2007, a 2,5% en el 2008 y 0,4% para el 2009, la capacidad de las agencias calificadoras para asignar una calificación que se mantenga vigente a través del ciclo económico o para anticiparse a cambios bruscos en la calidad crediticia en sus clientes cobra mayor relevancia. De lo anterior, los resultados que se presentan a continuación confirman la alta calidad de las opiniones emitidas por BRC por medio de las calificaciones.

Al incluir el 2009 en el análisis de la matriz de emisor y deuda de largo plazo, los resultados son similares a los presentados en el 2008 como se puede observar en la tabla 1 y 2. El 98% de las calificaciones AAA se mantuvieron en el 2009, frente a un 97% en el 2008. Para las calificaciones AA la relación fue de 93% a 94% respectivamente. En las escalas en A y en BBB mostraron porcentajes de 78% y 84% al 2009 que, si bien reflejan una mayor movilidad frente a los porcentajes de calificaciones más altas, continúan siendo estables, es decir, que no aumentaron ni disminuyeron su escala de forma importante con relación a la matriz con información al 2008.

Tanto en la tabla 1 como en la 2, se destaca que la migración de las calificaciones resultan

en mejoras frente a las disminuciones. Particularmente en la matriz de 2002 al 2009 se observa que el 13% de las calificadas en A pasaron a niveles de AA. Por otra parte, es necesario precisar que en la Tabla 1 el porcentaje de calificaciones en la escala B y CCC corresponde a una entidad del sector público y a titularizaciones de cartera Tips serie C y MZ, respectivamente, las cuales por número no son representativas de la muestra.

Tabla 1. Matriz de transición promedio Anual (2002-2009)

2002-2009	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	98%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	4%	93%	2%	1%	0%	0%	0%	0%
A	0%	13%	78%	6%	2%	0%	1%	0%
BBB	0%	1%	6%	84%	9%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	12%	79%	9%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC

Tabla 2. Matriz de transición promedio Anual (2002-2008)

2002-2008	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	97%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	4%	94%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
A	0%	16%	78%	5%	0%	0%	1%	0%
BBB	0%	1%	6%	87%	6%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	15%	78%	7%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC

La mayoría de las entidades que conservan las más altas calificaciones en la parte superior de la diagonal de la matriz de transición pertenecen principalmente al sector financiero y corporativo. Dentro de los aspectos que se destacan en estas empresas está la consistencia de las estrategias adoptadas bajo una adecuada gestión financiera y operativa, que permite superar situaciones adversas durante los diferentes ciclos económicos, la disminución de los efectos negativos sobre el desempeño operacional y financiero y el cumplimiento a las expectativas de crecimiento de las compañías, con un control apropiado de los diversos riesgos a las que se encuentran expuestas.

En el caso particular del sector financiero, la ventaja competitiva proviene de un modelo sólido de administración de riesgo de crédito, de mercado y operacional, que permite realizar seguimiento detallado a sus indicadores de cartera y provisiones, en un escenario de mayores índices de desempleo donde está

comprometida la capacidad de pago de los deudores.

También se debe adicionar, el fortalecimiento del marco regulatorio y, en esta medida, los requerimientos de capital e infraestructura que se han realizado durante los últimos cinco años para robustecer los sistemas integrales de riesgo. Cabe citar, la constitución de provisiones contra cíclicas, ajustes a los modelos estándar de cartera de consumo y comercial y la entrada en vigencia del Sistema de Administración de Riesgo Operativo (SARO), entre otros.

Por otra parte, las sinergias con sus casas matrices contribuyen, entre otras, en la generación de economías de escala reflejadas en el mantenimiento de indicadores de rentabilidad y en el desarrollo de nuevos productos que incrementen los ingresos. Particularmente sobre esto último, ha sido notoria la orientación conservadora en las estrategias comerciales, profundizando en líneas de negocio con una menor exposición a riesgos de mercado. Es por esto, que tanto los bancos como las fiduciarias fueron las empresas que más estabilidad en las calificaciones lograron durante el último año, demostrando que su solidez y fortaleza financiera le permite minimizar la exposición a factores internos y externos y ubicarse en las escalas AAA y AA en riesgo de crédito.

En el sector corporativo, debido a la baja dinámica de los ingresos por la desaceleración económica nacional e internacional desde el segundo semestre de 2008, la mayoría de las estrategias estuvieron enfocadas en la disminución de gastos operacionales, optimización del capital de trabajo a través de un mejor manejo de los inventarios y de la cartera, mayor productividad, reducción de inversiones de capital y principalmente en la alineación de las metas de largo plazo para la generación de flujo de caja libre operativo.

Otros aspectos que influyeron en los resultados positivos de las empresas del sector corporativo fueron los planes comerciales definidos para consolidar las ventas con el fin de remplazar plazas como Venezuela y Ecuador que mostraron algunas limitaciones. Continúa siendo un reto importante para estas empresas retornar a niveles similares de

ventas de tal forma que permitan recuperar niveles adecuados de rentabilidad.

Algunas de las medidas tomadas por las administraciones de estas empresas fueron: disminuir el costo financiero a través de la reconversión de la deuda a mejores tasas y mayores plazos, minimizar la exposición a las fluctuaciones de tasa de cambio (especialmente las de naturaleza exportadora) cubriéndose parcialmente con derivados cambiarios y cobertura natural por contar con operaciones pasivas y activas en dólares, diversificar con la introducción de productos innovadores a menor costo, etc.

Para las empresas del sector público como entidades territoriales y descentralizadas y algunas entidades corporativas, la carencia parcial o total de algunos de los aspectos mencionados anteriormente y los cambios frecuentes en materia de regulación tributaria evidenciaron una mayor volatilidad de los resultados financieros, lo que se tradujo en una disminución de las calificaciones de riesgo. El 2% de las entidades calificadas en AA disminuyeron a A en un periodo promedio de un año y el 1% a BBB. El 6% de las calificadas en A bajó a BBB y el 2% pasó a BB (grado de no inversión). El 9% de las entidades cambio su nivel de riesgo de inversión a grado de no inversión, al pasar de BBB a BB, cifra superior comparada con el año anterior donde el porcentaje fue del 7%. Ver tabla 1 y 2.

La importancia de analizar los resultados de una matriz de transición de las calificaciones de BRC no es contar con una gama más amplia de calificaciones, pero sí lo es el demostrar la estabilidad en las mismas. Especialmente si se tiene en cuenta que el 86% de un poco más de 100 calificaciones utilizadas en este estudio se encuentran en las escalas más altas como AAA, AA y A y el porcentaje de conservación en el mismo nivel es de 98%, 93% y 78%, respectivamente.

1.2 Matriz bianual

Al calcular la matriz comparando las calificaciones de emisor y deuda de largo plazo en un periodo promedio de dos años, los porcentajes de la diagonal para las escalas AAA, AA y A son muy similares a los

presentados un año atrás, como se observa en las tablas 3 y 4. Para los demás niveles de calificación, se evidencia un mayor cambio hacia escalas inferiores, lo que se asocia principalmente a los efectos negativos en la estructura financiera y operativa de las empresas durante la crisis financiera internacional y la desaceleración de la economía colombiana entre 2008 y 2009 y a su limitada capacidad de enfrentar este tipo de situaciones en un periodo corto de tiempo.

A 2009, de las entidades que iniciaron en AA el 6% bajó su calificación, de las que estaban en A el 15% disminuyó su nivel, de las BBB el 21% pasaron a grado de no inversión y el 17% de las BB descendieron a B. A 2008, la relación fue de 4%, 13%, 13% y 8%, respectivamente. Tabla 3 y 4.

Tabla 3. Matriz de transición promedio BIANUAL (2002-2009)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	94%	5%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	7%	87%	4%	1%	0%	0%	0%	1%
A	0%	17%	68%	10%	3%	0%	2%	0%
BBB	0%	3%	21%	55%	21%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	15%	68%	17%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC

Tabla 4. Matriz de transición promedio BIANUAL (2002-2008)

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	94%	6%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	8%	88%	2%	1%	0%	0%	0%	1%
A	0%	20%	67%	9%	2%	0%	2%	0%
BBB	0%	4%	26%	57%	13%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	19%	73%	8%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC

2. Matriz de transición anual - riesgo de crédito para carteras colectivas

El análisis de riesgo de crédito de una cartera colectiva indica la probabilidad de pérdida de capital e intereses del instrumento negociado por cambios en la calidad crediticia del emisor y está compuesto fundamentalmente por dos elementos: a) el riesgo de incumplimiento de los emisores de los activos que puede producir pérdida en el valor de capital de la cartera y b) el riesgo de contraparte que consiste en las pérdidas relacionadas con el riesgo de incumplimiento de la operación debido a fallas de la contraparte.

Las matrices a un año promedio entre 2002-2008 y 2002-2009 de las calificaciones otorgadas en riesgo de crédito a las carteras colectivas muestra la preferencia de los administradores por mantener una alta calidad del riesgo de emisor – contraparte, toda vez que el 94% de la muestra (32 calificaciones) se ubica en la escala más alta (F AAA). La diagonal de las matrices muestra la importante estabilidad en la máxima calificación y el interés por parte de los administradores por migrar de niveles F AA a F AAA en el riesgo de crédito de sus carteras. Esto último se evidencia en el 36% para el 2009 y 33% en el 2008, ver tabla 5 y 6.

Tabla 5. Matriz de transición promedio anual (2002-2009)

	F AAA	F AA	F A	F BBB	F BB
F AAA	100%	0%	0%	0%	0%
F AA	36%	64%	0%	0%	0%
F A	0%	0%	0%	0%	0%
F BBB	0%	0%	0%	0%	0%
F BB	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC

Tabla 6. Matriz de transición promedio anual (2002-2008)

	F AAA	F AA	F A	F BBB	F BB
F AAA	100%	0%	0%	0%	0%
F AA	33%	67%	0%	0%	0%
F A	0%	0%	0%	0%	0%
F BBB	0%	0%	0%	0%	0%
F BB	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC

Si bien las carteras colectivas pueden invertir en renta fija, renta variable y otras alternativas de activos, la mayoría se concentran en la primera clasificación mencionada. Dada la aversión al riesgo de los inversionistas, el apetito por títulos de deuda privada se inclina a las calificadas en AAA y AA. En la medida en que las carteras colectivas tengan una mayor dinámica, ingresen a la estructura de multifondos y exista profundización en el mercado colombiano, el resultado de las matrices podría variar al mostrar un espectro más amplio de las calificaciones en riesgo de crédito.

3. Matriz de transición anual - riesgo de mercado para carteras colectivas

La definición del riesgo de mercado en las calificaciones de BRC indica la sensibilidad de

las carteras colectivas o fondos de inversión a condiciones de mercado. En este sentido, se encuentran expuestas a factores de riesgo de tasas de interés y de riesgo de liquidez.

De las tablas 7 y 8, se puede concluir que en el último año los portafolios de inversión tuvieron una menor exposición a la volatilidad de los mercados, al mostrar altos porcentajes en la diagonal de la matriz comparado con la matriz al 2008.

En el estudio de matrices a 2008 realizado por BRC se mencionaba que las estrategias de inversión de las carteras durante el 2007 y parte del 2008 estuvieron enfocadas en el corto plazo y depósitos a la vista ante la incertidumbre de la evolución de las tasas de interés locales por el panorama de crisis internacional. Actualmente, bajo un escenario de alta liquidez del mercado y la reducción de las tasas de interés por el Banco de la República, los administradores han ampliado la duración de los portafolios, principalmente por la oferta de títulos de largo plazo, tanto deuda pública como privada.

En este sentido, es importante notar, que los resultados al 2009 y 2008 muestran una importante estabilidad en las escalas de 1, 2 y 3, en las cuales se concentra la mayor parte de las observaciones (90% de 30 calificaciones). Esto evidencia la capacidad de BRC de graduar correctamente la probabilidad de pérdidas en las carteras colectivas por factores de riesgo de mercado a través del ciclo económico.

Otro aspecto por destacar es la diversidad a través de la escala de calificaciones en riesgo

de mercado (1, 2, 3, 4 y 5) en comparación con la matriz de riesgo de crédito de las carteras. Esto se explica por la baja profundidad del mercado y las dificultades en la valoración de títulos, particularmente los de deuda privada, entre otros.

Los resultados de las adecuadas metodologías de calificación de BRC para estos vehículos de inversión se ven reflejados en la estabilidad de las calificaciones de riesgo de mercado en el tiempo, como se muestra en la tabla 7. Continúa siendo un reto para los administradores de las carteras mitigar la exposición a riesgos de crédito, mercado y operacional, así como velar por la obtención de mejores tasas de rentabilidad, de tal forma que las carteras colectivas sigan siendo un instrumento atractivo de inversión.

Tabla 7. Matriz de transición promedio anual (2008-2009)

2008 - 2009	1	2	3	4	5
1	100%	0%	0%	0%	0%
2	0%	93%	7%	0%	0%
3	0%	0%	100%	0%	0%
4	0%	0%	0%	100%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC El análisis de estas matrices varía con respecto a las anteriores, debido a que se compara solo a un año, es decir, de 2007 a 2008 y de 2008 a 2009.

Tabla 8. Matriz de transición promedio anual (2007-2008)

2007 - 2008	1	2	3	4	5
1	100%	0%	0%	0%	0%
2	0%	92%	0%	8%	0%
3	0%	8%	85%	8%	0%
4	0%	0%	33%	33%	33%
5	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC El análisis de estas matrices varía con respecto a las anteriores, debido a que se compara solo a un año, es decir, de 2007 a 2008 y de 2008 a 2009.

Anexo 1. Cómo interpretar una matriz de transición de calificaciones:

La matriz consta de tres partes:

- La primera columna a la izquierda representa la escala de calificaciones de inicio de periodo.
- 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)
- La intersección de las dos anteriores⁵, representa el porcentaje de calificaciones que se mantuvieron, aumentaron o disminuyeron en cada escala.
- La diagonal de la matriz representa los porcentajes de calificaciones que mantuvieron la misma calificación.
- Las celdas por debajo de la diagonal representan los porcentajes de calificaciones que aumentaron la calificación.
- 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% de ellas 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.

Tabla 9. Matriz de transición promedio anual (2007-2008)

	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%

⁵ Excepto la primera celda (superior izquierda)