

## MATRICES DE TRANSICIÓN 2002-2010

### PANORAMA ECONÓMICO

La crisis económica internacional que dio inicio en 2007 tuvo su mayor efecto sobre la economía colombiana en el año 2009, cuando la producción registró la menor tasa de crecimiento de la década (1,7% anual). Colombia no experimentó una contracción, pero sí una desaceleración coyuntural, de la cual comenzó a recuperarse rápidamente a partir del año 2010 con un aumento del PIB de 4,0% anual. La reactivación de la producción estuvo fundamentada en la recuperación de la demanda interna, sobre todo, por el dinamismo de los componentes de consumo (crecimiento de 5,1% anual en 2010 vs 1,6% en 2009) e inversión (crecimiento de 7,4% en 2010 vs -4,1% en 2009).

**Uno de los factores más relevantes para explicar la resistencia de la economía local frente a la crisis externa fue, precisamente, que los desbalances sectoriales (burbuja inmobiliaria) en Estados Unidos se tradujeron en un incremento de los precios de algunos *commodities*, lo cual favoreció su exportación desde los países productores de América Latina, con una consecuente tendencia a la reprimarización productiva (mayor participación de los sectores de materias primas en la economía y en las ventas externas) y la revaluación de la tasa de cambio.**

No obstante, la favorable cotización de dichos *commodities* terminó por mitigar el déficit de cuenta corriente de Colombia; generó incentivos para la mayor entrada de capitales extranjeros al país, principalmente hacia el sector minero-energético, y fortaleció el poder adquisitivo de ciertos segmentos de la población por las rentas generadas de la exportación de bienes como petróleo y carbón. **En el mismo sentido, el nivel y la composición de la deuda pública y la solidez del sector financiero, permitieron, por un lado, que el gobierno pudiera contar con la flexibilidad para llevar a cabo una política fiscal contracíclica y, por otro lado, que no se presentaran restricciones del crédito bancario.**

### 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 –con ciertas limitaciones– la calidad de las metodologías de calificaciones y de los 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 2002-2010 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 gran medida, 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 son quienes pueden acceder a las más altas calificaciones de riesgo (AAA y AA).**

Efectivamente, en 2010 el 82% de las calificaciones utilizadas para el cálculo de la matriz se encontraban en grado de inversión, de hecho, tan sólo las escalas AAA y AA concentraban el 64% del total de calificaciones, en este sentido, las calificaciones A, BBB, BB, B, CCC, CC y D (7 de un total de 9) tan sólo representan el 36% de todas las calificaciones asignadas por BRC. Asimismo, se puede observar que ninguna calificación (entre AAA y CC) entró en default entre 2008 y 2010.

Por su parte, en el sector público, los entes territoriales y las entidades descentralizadas –por lo general- realizan los procesos de calificación de riesgo con el fin de cumplir con uno de los requisitos legales para poder endeudarse con los bancos.

Ahora bien, teniendo en cuenta que los créditos bancarios tienen menores plazos de pago que las emisiones de renta fija y que los establecimientos de crédito hacen menor seguimiento a la vigencia de la calificación en comparación con las exigencias del mercado de deuda, el historial de calificación de las entidades del sector público suele ser más corto y discontinuo, además las calificaciones obtenidas se encuentran en todos los niveles de la escala de

calificación tanto en el grado de inversión, como en el de alto riesgo.

**MATRIZ DE TRANSICIÓN 2009-2010**

Entre los últimos meses de 2009 y los primeros de 2010 el crecimiento de la cartera de crédito presentó una importante desaceleración coherente con el panorama económico; no obstante, cuando la demanda interna comenzó a recuperarse en 2010, la colocación de cartera se aceleró rápidamente en el segundo semestre de este año y cerró con un crecimiento real anual de 13,1% muy superior al 0,4% de 2009.

Dicha dinámica puso a prueba la gestión del riesgo de crédito y, particularmente, la solidez de los modelos de otorgamiento y cobranza de los establecimientos de crédito, expresada en el comportamiento de la calidad de su cartera.

En unos casos la mejor calidad de la cartera de crédito fue un aspecto importante para fundamentar las subidas de calificación, puesto que algunas entidades mostraron mejores indicadores en un momento en el que el sector se encontraba en una tendencia de deterioro. Por su parte, en el caso de algunas compañías de financiamiento calificadas, el amplio desmejoramiento de los indicadores de calidad fue la base para realizar reducciones de la calificación, puesto que evidenciaba que el aumento de las colaciones había sido agresivo por la búsqueda de resultados inmediatos en términos de rentabilidad.

Aparte del comportamiento de la calidad de la cartera, los demás cambios de calificación no guardaron relación directa con la dinámica de la economía o con tendencias sectoriales, sino que estuvieron explicados por factores particulares de cada calificado.

El 97% de las calificaciones AAA se mantuvieron entre 2009 y 2010 y el 3% restante bajaron a A, lo que se explica, principalmente, por la brusca reducción de la calificación de los Bonos Ordinarios Fideicomiso Concesión Autopista Bogotá Girardot y de la Segunda Emisión de Bonos Ordinarios Fideicomiso Concesión Autopista Bogotá Girardot. El 89% de las calificaciones AA se mantuvieron entre 2009 y 2010, el 2% subieron a AAA y el 9% disminuyeron a A y BBB. El incremento responde al aumento de la calificación de una de las entidades pertenecientes al Grupo Aval, debido al importante mejoramiento de sus indicadores de cartera en un momento en que el sector presentaba un deterioro. De hecho, esto último explica en parte las disminuciones de calificación en algunas de las compañías de financiamiento calificadas AA. Un factor adicional que también explica la degradación de ciertas calificaciones es el empeoramiento de la capacidad de pago en algunas emisiones de deuda.

El 67% de las calificaciones A se mantuvieron entre 2009 y 2010, el 20% subieron a AA y el 13% restante bajaron. Dado que la mayoría de las calificaciones se concentran en las escalas AAA y AA, todas las escalas inferiores tienen una cantidad de datos mucho menor que hace que el cambio de pocas calificaciones parezca indicar una alta variabilidad o, por el contrario, que la estabilidad de las pocas calificaciones que se encuentran en un determinado nivel de calificación parezca indicar mucha estabilidad, como se evidencia en la matriz.

En general, entre 2009 y 2010, la proporción de las calificaciones que se mantuvieron fue de 92%, la de las calificaciones que aumentaron fue de 3% y la de aquellas que bajaron fue de 5%. Estos resultados indican el alto nivel de estabilidad de las calificaciones crediticias en este periodo de tiempo.

**Adicional a lo anterior, las PV (pérdidas de vigencia) y las calificaciones E (sin suficiente información para calificar) permiten observar la continuidad del historial de calificación de las entidades o emisiones de acuerdo con su nivel de calificación.**

El porcentaje de PV y E con respecto al total de las calificaciones de cada escala aumenta en la medida en que la calificación disminuye (Gráfico 1), es decir, es mucho más frecuente que en el lapso de un año las calificaciones bajas presenten pérdidas de vigencia o que la Calificadora no cuente con la suficiente información para calificar y hacer seguimiento. 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.

Cuadro 1: Matriz de Transición Anual

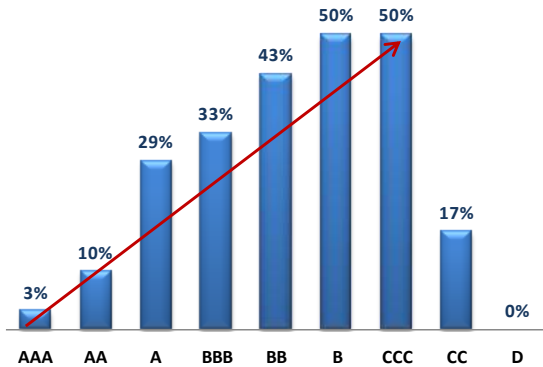
		2009-2010							
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	97%	0%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	2%	89%	7%	2%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	20%	67%	13%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	93%	7%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Como consecuencia, el historial de los calificados con bajas calificaciones tiende a ser más corto o discontinuo que el de aquellos con las calificaciones más altas, en parte, porque algunos de estos se limitan a realizar el proceso de calificación para acceder a un crédito y, posteriormente, lo suspenden aún cuando la regulación estipula que la calificación debe permanecer vigente durante la vida del crédito. Todo esto se traduce en una matriz de transición en la cual los resultados se vuelven menos significativos en la medida en que la calificación disminuye.

Dado que las entidades más grandes y sólidas tienden a ser emisores recurrentes en el mercado de deuda, mantienen sus calificaciones vigentes por mayores periodos de tiempo, además por sus estándares de revelación de información y por las implicaciones que tiene la calificación de riesgo para su fondeo, normalmente tienden a proporcionar oportunamente la información necesaria para realizar el proceso de calificación.

Gráfico 1: PV y E 2010/Calificaciones Totales 2009



Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

**MATRIZ DE TRANSICIÓN 2008-2010**

Claramente cuando se amplía el horizonte temporal aumenta la probabilidad de que las calificaciones presenten cambios, lo que se puede observar en la diagonal de la matriz de transición bianual, donde todos los porcentajes son inferiores o iguales a los de la diagonal de la matriz anual. En consecuencia, 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.

Cuadro 2: Matriz de Transición Bianual

		2008-2010							
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	94%	2%	4%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	5%	76%	8%	8%	3%	0%	0%	0%	0%
A	0%	30%	60%	10%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	9%	82%	9%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	0%	80%	20%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	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%	0%	100%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cabe anotar que en las matrices de transición sólo se tienen en cuenta los cambios de una escala a otra, por ejemplo, el cambio de AAA a AA o de A+ a AA, pero no se tienen en cuenta las modificaciones que se presentan en una misma escala, como la de AA- a AA o de A+ a A-.

Lo anterior reduce significativamente el grado de volatilidad de la matriz pero se justifica en la medida en que cada escala está definida y delimitada, lo que implica que los cambios de calificación presentados dentro de las escalas son menos drásticos que los cambios de calificación que se dan de una escala a otra.

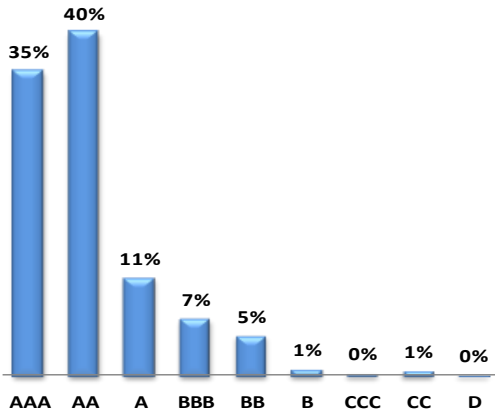
En general, entre 2008 y 2010, la proporción de las calificaciones que se mantuvieron fue de 82%, la de las calificaciones que aumentaron fue de 6% y la de aquellas que bajaron fue de 12%. Esto evidencia una importante estabilidad de las calificaciones crediticias, pero de igual manera, al comparar con los resultados obtenidos entre 2009 y 2010, exhibe la mayor variabilidad cuando aumenta el horizonte temporal.

**MATRICES DE TRANSICIÓN 2002-2010**

Entre 2002 y 2010 el 93% 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 75% de las calificaciones (Gráfico 2).

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. Todo esto explica la concentración de las calificaciones en las escalas más altas.

**Gráfico 2: Calificaciones en escala/calificaciones totales entre 2002 y 2010**



Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

**En el periodo comprendido entre 2002 y 2010, en promedio el 91% de las calificaciones otorgadas en un año se mantuvieron al siguiente año, mientras que el 4% subieron y el 5% disminuyeron.**

**Cuadro 3: Matriz de Transición Promedio Anual**

		2002-2010								
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	97%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
AA	4%	93%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	
A	0%	14%	76%	7%	2%	0%	1%	0%	0%	
BBB	0%	2%	9%	80%	9%	0%	0%	0%	0%	
BB	0%	0%	0%	7%	88%	5%	0%	0%	0%	
B	0%	0%	0%	0%	0%	86%	14%	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.

Entre 2002 y 2010, en promedio el 97% de las calificaciones AAA se mantuvieron durante un año, el 2% bajó a AA y el 1% a A. En las calificaciones AA se mantuvieron en promedio el 93% en un año, el 4% aumentó y el 3% bajó. Por su parte, en promedio el 76% de las calificaciones A se mantuvieron en el lapso de un año, el 14% aumentó y el 10% disminuyó.

Ahora bien, el comportamiento de las calificaciones otorgadas entre 2002 y 2010 en el lapso de dos años muestra que en la mayoría de las escalas el porcentaje de las calificaciones que se mantiene es inferior con respecto a lo observado en el lapso de un año entre 2002 y 2010.

**Cuadro 4: Matriz de Transición Promedio Bianual**

		2002-2010								
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	94%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
AA	7%	86%	4%	2%	0%	0%	0%	0%	1%	
A	0%	20%	65%	11%	3%	0%	1%	0%	0%	
BBB	0%	3%	20%	60%	17%	0%	0%	0%	0%	
BB	0%	0%	0%	14%	68%	18%	0%	0%	0%	
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%	
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	50%	50%	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 las calificaciones AAA asignadas entre 2002 y 2010 el 94% se mantuvieron durante dos años, el 4% bajó a AA y el 2% a A. En las calificaciones AA el 86% se mantuvieron, el 7% aumentó y el 7% bajó. Por su parte, en las calificaciones A (11% del total de calificaciones) el 65% se mantuvieron, el 20% aumentó y el 15% disminuyó.

Entre 2002 y 2010, en promedio el 84% de las calificaciones se mantuvieron en dos años (porcentaje inferior al 91% que se mantuvieron en un año), el 7% subió y el 9% bajó. En cuanto a estos dos últimos resultados es importante destacar que en todos los casos antes presentados el porcentaje de las calificaciones que aumentan es inferior al porcentaje de aquellas que bajan.

**Mientras que la obtención de mejoras importantes en la calidad crediticia puede ser un proceso largo, gradual y complejo, la materialización de determinados riesgos puede cambiar drásticamente la condición financiera de un calificado de forma inmediata.**

**Sin embargo, si se toma como punto de referencia la frecuencia de calificados que han obtenido la calificación D en uno o dos años para estimar la probabilidad de default, se encontraría que esta es muy baja y 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, producto de los altos niveles de apalancamiento de las empresas y de la crisis financiera internacional.**

**MATRIZ DE TRANSICIÓN FONDOS 2009-2010**

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 2009-2010 muestra una total concentración y estabilidad de las calificaciones en las escalas AAA y AA, lo cual evidencia la preferencia por activos de alta calidad crediticia como los títulos de deuda pública.

**Cuadro 5: Matriz de Transición Anual Riesgo Crédito**

		2009-2010							
	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	100%	0%	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%
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 2009-2010 muestra una importante proporción de disminuciones de 1 a 2 (50%), lo cual se explica por: 1) El bajo número de calificaciones en esta escala, lo cual hace que un bajo número de cambios sea representativo, y 2) La mayor vulnerabilidad de algunos portafolios ante las variaciones de las tasas de interés, debido a la estructura de plazo de las inversiones y su composición por factores de riesgo.

En contraste, las calificaciones que pasaron de 3 a 2 entre 2009 y 2010 (17%), se explican por menores niveles de volatilidad de los retornos y estructuras de plazo que generan menor vulnerabilidad ante la variación de las condiciones de mercado.

**Cuadro 6: Matriz de Transición Anual Riesgo Mercado**

		2009-2010				
	1	2	3	4	5	
1	50%	50%	0%	0%	0%	
2	0%	100%	0%	0%	0%	
3	0%	17%	83%	0%	0%	
4	0%	0%	0%	100%	0%	
5	0%	0%	0%	0%	100%	

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.