

MATRICES DE TRANSICIÓN BRC 2002-2013

PANORAMA MACROECONÓMICO

Entre 2002 y 2013 la economía nacional mostró un crecimiento promedio anual de 4,5%, cerca de su potencial de largo plazo. A pesar de la crisis financiera internacional de 2008 y del correspondiente debilitamiento de los principales destinos de exportación, el impulso proveniente de unos altos términos de intercambio y de la entrada de inversión directa e indirecta, ante el bajo rendimiento de las inversiones en las economías desarrolladas, permitió que la actividad productiva en Colombia mantuviera un buen dinamismo. Entre 2014 y 2018, los pronósticos indican que el crecimiento del PIB estaría nuevamente cerca de 4,5% promedio anual, cifra favorable teniendo en cuenta las proyecciones para América Latina y la economía mundial.

Los sectores que presentaron un incremento promedio anual superior al del PIB nacional fueron: construcción (8,2%), transporte y comunicaciones (5,7%), minas y canteras (5,2%), financiero (4,8%) y comercio (4,7%). En contraste, sectores importantes en la generación de valor agregado y empleo, como la industria y la agricultura mostraron resultados modestos en el mismo periodo (2,9% y 2,4%), lo cual aparece como uno de los factores desfavorables de cara a la implementación de los tratados de libre comercio que se han firmado en los últimos cinco años. En el próximo quinquenio, la ejecución de la Cuarta Generación de Concesiones, el programa de infraestructura más ambicioso del país, seguiría impulsando los resultados en los sectores de construcción, transporte y comercio, los cuales mantendrían una importante contribución al crecimiento del PIB.

Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares y el gasto del gobierno mostraron un crecimiento promedio anual similar al de la producción (4,2% y 4,5%, respectivamente), pero el rubro de mayor dinamismo fue la inversión, que pasó de representar el 16,6% del PIB en 2002 al 27,6% en 2013. Hacia futuro, la mayor participación de la inversión se traduce en

mejores perspectivas respecto al nivel de crecimiento del PIB en el largo plazo.

En general, entre 2002 y 2013 la inflación mostró una tendencia decreciente y, desde 2009, se ubica dentro del rango meta, con lo cual el Banco de la República ha podido contar con el margen de maniobra suficiente para implementar una política monetaria contracíclica, principalmente ante los efectos de los choques internacionales. En 2014 la tasa de intervención de la economía seguiría registrando ajustes al alza y cerraría el año en un nivel cercano a 4,5%, en línea con las presiones de precios por cuenta de una tasa de desempleo decreciente e históricamente baja, el mayor endeudamiento de los hogares y la persistencia de un crecimiento económico por encima del potencial entre finales de 2013 y principios de 2014.

En 2013 la inflación anual fue de 1,94%, menor al límite inferior de 2% establecido en el rango meta. Para algunos analistas este dato mostraba que la tasa de intervención habría podido bajar hasta 3%, en lugar de quedarse en 3,25% durante un año (entre marzo de 2013 y marzo de 2014); sin embargo, los datos de inflación en 2014 muestran que esta medida fue prudente e incorporaba el rezago que tiene la política monetaria. En 2014, las mayores presiones de precios han provenido, principalmente, de los grupos de alimentos y vivienda, lo cual se mantendría por los efectos de los cambios climáticos que se avecinan (fenómeno del Niño) y la creciente demanda de vivienda, jalonada por los programas del Gobierno Nacional.

En el frente laboral, la tasa de desempleo ha mantenido una tendencia decreciente al pasar de un promedio mensual de dos dígitos entre 2002 y 2012 a un dígito en 2013 (9,65%), además en el último año se observan mejoras significativas en términos de formalidad que coinciden con la eliminación de los parafiscales a partir de la implementación de la reforma tributaria de 2012. El aumento de la población empleada imprime buenas perspectivas respecto a la evolución de los indicadores sociales y, particularmente, en

cuanto al aumento de los afiliados en los fondos de pensiones y cesantías; sin embargo, tiene como contrapartida presiones de demanda que se traducen en el incremento del nivel de precios de la economía.

En el sector externo, aunque el creciente déficit de cuenta corriente se financia por completo con inversión extranjera directa, y no con deuda como sucede en otras economías emergentes, siguen presentes las vulnerabilidades ante las coyunturas que puedan afectar los movimientos de capitales y, con ello, generar volatilidad en la tasa de cambio. Asimismo, el aumento de la inversión extranjera de portafolio tiene el potencial de generar fuertes desvalorizaciones en los títulos de renta fija en periodos de estrés en los que cambie la percepción relativa de riesgo de la economía colombiana.

La inversión extranjera de portafolio pasó de un promedio mensual de cerca de US\$49 millones entre 2007 y 2010 a US\$838 millones en lo corrido a mayo de 2014, cifra históricamente alta y relacionada con el mejor perfil crediticio de la deuda soberana y la recomposición de los índices de deuda pública de JP Morgan, en la cual aumentó la ponderación de los papeles de Colombia debido a los incentivos tributarios generados a partir de la reforma de 2012.

PARA QUÉ SIRVEN Y CÓMO LEER LAS MATRICES DE TRANSICIÓN

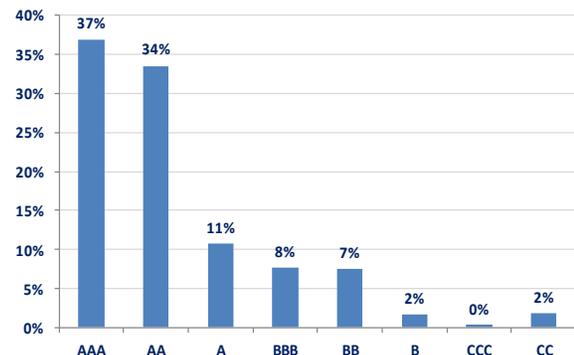
El objetivo de la calificación de riesgo es encontrar los fundamentales de la calidad crediticia de los diferentes deudores de la economía para determinar, más allá de las diferentes coyunturas, el nivel de riesgo relativo que ostentan; no obstante, es claro que los ciclos económicos pueden afectar la capacidad y voluntad de pago de las empresas e individuos en magnitudes que dependen de la profundidad de las fases de auge o depresión, como lo evidencia la historia.

Con la realización de las matrices de transición, la Calificadora busca observar el nivel de estabilidad de las calificaciones en el largo plazo y evaluar, en lo posible, la bondad de la aplicación consistente de las metodologías y procesos de calificación. Las calificaciones más altas deben ser más estables que las más bajas en los distintos periodos de tiempo y presentar menores

niveles de incumplimiento, no obstante, las matrices de transición pueden mostrar resultados cuya interpretación requiere tener en cuenta parámetros adicionales, como el número de calificaciones en cada nivel de calificación. A medida que disminuye la calificación, las muestran se hacen más pequeñas, lo cual limita las conclusiones (Gráfico 1).

Los intermediarios bancarios y no bancarios de Colombia, quienes manejan una porción mayoritaria del ahorro de la economía, invierten principalmente en papeles con calificación AAA y AA, con lo cual las empresas del sector financiero y corporativo colombiano con mayor solidez financiera y capacidad de acceder a altas calificaciones crediticias son quienes, por regla general, se dan el lujo de acceder en forma recurrente al mercado de capitales para utilizarlo como fuente alternativa de financiamiento. Esto explica en buena medida la concentración de las calificaciones asignadas por BRC en las escalas más altas (Gráfico 1), así como el mínimo número de *defaults* observados históricamente.

Gráfico 1: Distribución de las Calificaciones Otorgadas* entre 2002 y 2013



Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

* No incluye calificaciones de riesgo de crédito y de mercado de fondos de inversión.

Para la elaboración de las matrices de transición generales se toman las calificaciones de riesgo de crédito públicas que corresponden a las de los siguientes tipos: 1) Bonos, 2) Emisor, 3) Capacidad de Pago, 4) Fortaleza Financiera, 5) Titularizaciones, y 6) Contraparte. Además, en el caso de los fondos de inversión, se realizan matrices de transición independientes que toman los tipos de calificación de Riesgo de Crédito y Riesgo de Mercado y Liquidez.

El ejercicio consiste en comparar la calificación de un objeto calificado entre el inicio y el final de un periodo de tiempo

definido. Por tal motivo, cuando una calificación presenta varios cambios en el transcurso de dicho periodo se eliminan las calificaciones intermedias.

De igual manera, 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, motivo por el cual las calificaciones que pierden vigencia o en las cuales no hay suficiente información para calificar (calificación E), se eliminan de la base, puesto que esto le impide a la Calificadora mantener el seguimiento sobre la calidad crediticia. BRC otorga pérdida de vigencia cuando se da por terminado el contrato de calificación, ya sea por el vencimiento de la emisión de deuda calificada o por solicitud del calificado, esto último suele presentarse en los niveles de calificación más bajos o de manera posterior a la reducción de la calificación.

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.

MATRICES GENERALES

El Gráfico 1 muestra que las calificaciones en grado de alto riesgo (entre BB y CC) tienen una baja representatividad en el total de calificaciones de BRC, lo cual hace que las tasas de transición observadas en estos niveles sean menos representativas en comparación con las observadas en los niveles de grado de inversión.

En general, las matrices de transición muestran que en la medida en que el periodo de tiempo se amplía las calificaciones tienden a presentar un

menor nivel de estabilidad, como se puede constatar al comparar las matrices a uno, dos y tres años que se muestran a continuación.

Matrices generales a un año

Entre 2012 y 2013 se mantuvieron sin cambio el 92% del total de las calificaciones de BRC, el 5% aumentaron y el 3% bajaron. El porcentaje de calificaciones que permaneció estable en 2013 fue ligeramente inferior al 93% registrado en 2012 y al 95% observado en 2011, lo cual se explica, en gran medida, por los cambios en variables críticas para el funcionamiento de algunas emisiones vigentes en el mercado.

Cuadro 1: Matriz 2012-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	95%	5%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	2%	98%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	18%	82%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	16%	79%	5%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	5%	89%	5%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	14%	86%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

En particular, entre 2012 y 2013 las calificaciones AAA y BBB mostraron menor estabilidad en comparación con el promedio anual registrado desde 2002 (Cuadro 2). Esto guarda relación con tres hechos puntuales: 1) los efectos de la dilación de uno de los procesos de adquisición que se estaban desarrollando en el sector financiero; 2) el deterioro de los principales indicadores financieros de una importante entidad del sector corporativo; y 3) las mejoras observadas en algunas entidades descentralizadas y entes territoriales que han permitido mejorar su calidad crediticia. Respecto a este último punto, vale destacar que aunque históricamente las calificaciones del sector público se han ubicado, en su mayoría, en grado de alto riesgo, en los últimos años se vienen distribuyendo en un rango más amplio en la escala de calificación.

Cuadro 2: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	97%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	2%	95%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%
A	0%	12%	80%	5%	2%	1%	1%	0%	0%
BBB	0%	1%	10%	83%	4%	1%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	6%	87%	6%	1%	0%	0%
B	0%	0%	0%	4%	4%	84%	4%	4%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	20%	60%	20%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Matrices generales a dos años

Cuadro 3: Matriz 2011-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	97%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	5%	95%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	29%	64%	0%	7%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	35%	59%	6%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	17%	72%	6%	6%	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%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 4: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	96%	2%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	6%	87%	4%	1%	1%	0%	0%	0%	1%
A	0%	20%	64%	10%	5%	0%	1%	0%	0%
BBB	0%	1%	23%	66%	8%	1%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	14%	70%	14%	1%	0%	0%
B	0%	0%	0%	10%	0%	80%	10%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	67%	33%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Matrices generales a tres años

Cuadro 5: Matriz 2010-2013

Inicial/Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	97%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	8%	87%	0%	0%	0%	3%	3%	0%	0%
A	0%	27%	53%	0%	20%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	38%	50%	6%	6%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	7%	14%	71%	7%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	67%	33%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 6: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	93%	4%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%
AA	12%	77%	6%	2%	1%	1%	1%	0%	0%
A	0%	26%	51%	10%	9%	0%	2%	2%	0%
BBB	0%	3%	34%	49%	10%	3%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	2%	11%	70%	14%	0%	2%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	67%	33%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	25%	0%	50%	0%	25%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

MATRICES RIESGO DE CRÉDITO FONDOS

El análisis de riesgo de crédito de un 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.

Las matrices de transición de riesgo de crédito muestran que las calificaciones se concentraron por completo en las escalas entre A y AAA. De hecho, sólo estas últimas representaron en promedio el 90% del total entre 2002 y 2013. Lo anterior evidencia la preferencia de los administradores de los fondos de inversión por activos de alta calidad crediticia, como títulos de deuda pública y papeles emitidos por entidades con calificación de riesgo en la parte alta del grado de inversión. En Colombia el mercado de renta fija pública presenta buenos niveles de desarrollo y liquidez, lo cual contrasta con lo observado en el mercado de deuda corporativa, en el que participan de forma recurrente pocos emisores, principalmente del sector financiero. Esto hace que la oferta y demanda de títulos con calificación menor a AA sea muy baja.

Matrices a un año fondos de inversión – riesgo crédito

Cuadro 7: Matriz 2012-2013

Inicial / Final	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%	100%	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%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 8: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	44%	53%	3%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	50%	50%	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%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Matrices a dos años fondos de inversión – riesgo crédito

Cuadro 9: Matriz 2011-2013

Inicial / Final	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%	100%	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%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 10: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	68%	24%	8%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	100%	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%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Matrices a tres años fondos de inversión – riesgo crédito

Cuadro 11: Matriz 2010-2013

Inicial / Final	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%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 12: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	71%	19%	10%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	100%	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%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

MATRICES RIESGO DE MERCADO Y LIQUIDEZ FONDOS

El análisis de riesgo de mercado y liquidez indica la exposición del fondo de inversión a factores asociados con las variaciones en los precios de los activos subyacentes incluyendo entre otros la tasa de interés y la tasa de cambio, así como con el comportamiento de sus pasivos y la posibilidad de liquidar parte del portafolio de inversiones para cubrir sus necesidades de liquidez.

A diferencia de lo que sucede con las calificaciones de riesgo de crédito, las de riesgo de mercado se distribuyen en un rango más amplio de la escala de calificación. Cabe resaltar que la escala de riesgo de mercado es numérica, el grado de inversión está entre 1 y 3,

siendo 1 el de menor riesgo, y el grado de alto riesgo entre 4 y 6, siendo 6 el de mayor riesgo.

Entre 2002 y 2013, la calificación 2 tuvo la mayor participación respecto al total con un promedio anual de 52%, seguida por la calificación 3 con 26% y la calificación 1 con 11%. Esto contrasta con la alta concentración de las calificaciones de riesgo de crédito en la escala más alta (AAA), que representaron el 90% promedio anual, en tanto que las calificaciones AA y A tuvieron una participación de sólo 9% y 1%, respectivamente.

Así como lo evidenciaron los episodios de volatilidad que se materializaron en 2013 ante los anuncios del retiro de los estímulos monetarios no convencionales por parte de la Reserva Federal de los Estados Unidos, la estrategia de mantener posiciones en activos de deuda pública para reducir el riesgo de crédito y contar con títulos con buena liquidez secundaria, tiene la contrapartida de que puede generar pérdidas en los portafolios cuando la renta fija presenta fuertes desvalorizaciones y, por ende, traducirse en ajustes de la calificación, tal como se observa en la matrices a uno, dos y tres años.

Matrices a un año fondos de inversión – riesgo de mercado y liquidez

Cuadro 13: Matriz 2012-2013

Inicial / Final	1	2	3	4	5	6
1	100%	0%	0%	0%	0%	0%
2	0%	86%	14%	0%	0%	0%
3	0%	0%	67%	33%	0%	0%
4	0%	0%	0%	100%	0%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%	0%
6	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 14: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	1	2	3	4	5	6
1	78%	16%	5%	0%	0%	0%
2	0%	89%	9%	2%	0%	0%
3	1%	10%	85%	3%	0%	0%
4	0%	4%	15%	67%	15%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%	0%
6	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Matrices a dos años fondos de inversión – riesgo de mercado y liquidez

Cuadro 15: Matriz 2011-2013

Inicial / Final	1	2	3	4	5	6
1	100%	0%	0%	0%	0%	0%
2	0%	84%	16%	0%	0%	0%
3	11%	22%	44%	22%	0%	0%
4	0%	0%	0%	100%	0%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%	0%
6	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 16: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	1	2	3	4	5	6
1	70%	20%	10%	0%	0%	0%
2	0%	82%	14%	4%	0%	0%
3	3%	16%	75%	6%	0%	0%
4	0%	0%	25%	50%	25%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%	0%
6	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Matrices a tres años fondos de inversión – riesgo de mercado y liquidez

Cuadro 17: Matriz 2010-2013

Inicial / Final	1	2	3	4	5	6
1	100%	0%	0%	0%	0%	0%
2	0%	95%	5%	0%	0%	0%
3	0%	14%	57%	29%	0%	0%
4	0%	0%	0%	50%	50%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%	0%
6	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Cuadro 18: Matriz Promedio 2002-2013

Inicial / Final	1	2	3	4	5	6
1	60%	28%	12%	0%	0%	0%
2	0%	81%	16%	3%	0%	0%
3	2%	20%	70%	8%	0%	0%
4	0%	4%	26%	35%	35%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%	0%
6	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.