

Julio de 2009

Matrices de transición y comportamiento del riesgo de emisor y deuda largo plazo (2002 – 2008)

Las matrices de transición a uno y dos años de las calificaciones de BRC Investor Services, an affiliate of Moody's Investors Service (en adelante BRC), muestran la estabilidad que usualmente se debe encontrar en la evaluación de riesgo de emisor o deuda largo plazo. Esto es una buena prueba de que el método de análisis empleado por la agencia ha servido para observar 'a través del ciclo'.

I. Introducción

Las calificadoras asocian los patrones de comportamiento financiero de las empresas con la probabilidad de que se mantenga, aumente o disminuya el riesgo de incumplimiento. De esta forma, la continuidad de las matrices de transición que presenta BRC muestra históricamente cuál ha sido esta probabilidad al incluir las calificaciones otorgadas en el 2008. Lo anterior permite tener cada vez un espectro más amplio de información y seguimiento a través de los ciclos económicos.

Estas matrices contienen información desde el año 2002 de las calificaciones públicas otorgadas por BRC, las cuales son comparables por su naturaleza para entidades del sector financiero¹, corporativo² y titularizaciones y sector público³. En este caso, el tipo de calificaciones incluidas en el estudio 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).

Para la matriz riesgo de emisor y/o de deuda de largo plazo se excluyeron las calificaciones para carteras colectivas y fondos de inversión y la calificación en Calidad en la Administración de Portafolios puesto que el riesgo que mide no es comparable ni maneja la misma escala de calificación que las del estudio.

La escala normal de la compañía se reduce 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. Con esto, se pueden comparar los resultados de este trabajo con el de calificadoras internacionales.

Para las carteras colectivas y fondos de inversión se analizó independientemente el riesgo de crédito y de mercado. En el punto 3 de la sección II de este documento se muestra el estudio de la matriz de transición anual.

En el anexo 1 se explica cómo interpretar una matriz de transición de calificaciones.

II. Matriz de transición

1. Matriz anual

La matriz de transición calculada en un periodo promedio anual de las calificaciones de riesgo de emisor y/o de deuda de largo plazo otorgadas por BRC desde el 2002 hasta el 2008 mantienen un comportamiento similar al presentado un año atrás con calificaciones al cierre del 2007.

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

² Sector hipotecario, manufactura, industria, etc.

³ Entidades descentralizadas y entes territoriales

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

Cuadro 1. Matriz de transición promedio anual

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

Los resultados muestran que el 97% de las calificaciones AAA se mantuvieron en la misma escala en un periodo promedio anual, el 94% de las que iniciaron en AA conservaron el mismo nivel de riesgo durante un año, el 78% de las calificaciones en A y el 87% de las calificaciones en BBB no aumentaron ni disminuyeron su escala. Sin embargo, si se compara con la matriz de transición presentada un año atrás por la calificadoradora⁵, se observa una disminución marginal del porcentaje de la escala BBB sobre la línea diagonal, al pasar de 90% al cierre del 2007 a 87% al 2008, representado en una entidad del sector público que bajo al grado de no inversión, escala BB.

El alto porcentaje de calificaciones que se mantienen en la parte superior de las escalas en grado de inversión demuestran que las entidades, en su mayoría del sector financiero y corporativo en Colombia, han crecido y se han fortalecido financiera y operativamente a través de los años. Contrario al entorno económico de crecimiento positivo que mostraba la economía del país en el 2007, en un escenario de desaceleración económica del país en el 2008 y 2009, cobra mayor relevancia que las empresas evidencien continuidad en la generación de sus ingresos operacionales y netos. Es así como a través de los ciclos, las altas directrices de las compañías deben enfocar sus planes estratégicos para sostenerse y consolidarse tanto en el corto como en el mediano plazo, lo que les permitiría sostener y/o reducir su exposición al riesgo de crédito.

La calificadoradora, a través de los análisis de riesgo de sus clientes ha evidenciado los cambios en las estrategias que han tenido que hacer algunas entidades, especialmente del sector corporativo, afectadas directamente por la crisis internacional y el menor crecimiento de la economía nacional en el último año para sostenerse ante la coyuntura actual. Una de las ventajas que se puede obtener de este estudio es la continuidad de las matrices al adicionar año tras año las calificaciones otorgadas permitiendo observar el comportamiento de las mismas a través de los ciclos económicos.

Las empresas sólidas y en constante crecimiento han podido aumentar su calificación de riesgo. Por ejemplo, como se muestra en el cuadro 1, el 4% de las calificadas en AA subieron a AAA en un promedio de un año, el 16% de las ubicadas en A se incrementaron un nivel a AA, el 6% de las BBB subieron a A y un 1% a AA y el 15% de las calificadas en BB grado de no inversión mostraron una tendencia positiva al pasar a BBB en grado de inversión.

No obstante, otras compañías no lograron sostenerse en el tiempo evidenciando debilidades en sus estructuras financieras y administrativas debido, entre otras cosas, a una limitada capacidad de reenfoque estratégico en un periodo corto de tiempo, menor crecimiento de los ingresos por los efectos negativos de la crisis financiera internacional, incremento en los gastos de funcionamiento, altos niveles de endeudamiento que presionan el flujo de caja, etc.

De esta forma, el 2% de las entidades calificadas en AAA disminuyeron de categoría al pasar a AA y el 1% a A. Teniendo presente que algunas entidades financieras se encuentran apoyadas en su casa

⁵ <http://www.brc.com.co/notasyanalisis/Matrices%20Transicion%202002-2007.pdf>

matriz internacional, estas igualmente se han visto afectadas por el impacto negativo de la crisis. El 1% de las calificadas en AA bajaron un nivel en la escala A y el 1% disminuyeron dos niveles a BBB. En las escalas más bajas de calificación, es decir en grado de no inversión, se evidencia un mayor porcentaje de cambio con tendencia a la baja, donde el 7% de las empresas calificadas en BB pasaron a B y el 100% de las ubicadas en B pasaron a CCC. La mayoría de estas calificaciones fueron otorgadas a compañías del sector público, donde se refleja la alta dependencia de ingresos sobre las transferencias de la nación, deficiencias administrativas y operativas, etc.

2. Matriz bianual

Al adicionar la información de las calificaciones otorgadas en el año 2008, los porcentajes sobre la diagonal de la matriz muestran cambios marginales respecto a la presentada el año anterior. El 94% de emisores calificados en AAA y el 88% de las AA se mantuvieron en el mismo rango dos años después, al igual que el 67% en A, 57% en BBB y 73% en BB.

Cuadro 2. Matriz de transición promedio bianual

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	94%	6%	1%	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%	33%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC

3. El riesgo de Crédito y Mercado para Fondos de Inversión

El riesgo de crédito está definido como el riesgo de insolvencia de las emisiones/emisores que componen los activos del fondo. Este riesgo está compuesto por dos elementos: el riesgo de incumplimiento de los emisores de los activos, lo cual puede producir pérdida en el valor de capital del fondo y el riesgo de contraparte, que consiste en las pérdidas relacionadas con el riesgo de incumplimiento de la operación debido a fallas de la contraparte.

Cuadro 3. Matriz de transición para Fondos de Inversión promedio anual
Riesgo de Crédito – 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

En último año, los administradores de las carteras colectivas han enfocado sus estrategias en mantener activos de bajo riesgo, incluso invirtiendo en cuentas bancarias de bancos con la más alta calificación. Por otra parte están los inversionistas y el mercado de capitales en general, quienes continúan manteniendo aversión al riesgo y demandando carteras colectivas y fondos de inversión con las calificaciones más altas de la escala, como es el caso de F AAA y F AA como se observa en el cuadro 3. Adicionando las calificaciones otorgadas en el 2008, el 100% se mantuvo en F AAA así como el 67% de las ubicadas en F AA, solo el 33% de estas aumentaron a F AAA.

En cuanto al riesgo de mercado de las carteras colectivas, éste es sensible de un lado a variaciones en la tasa de interés y en la tasa de cambio para las inversiones en moneda extranjera, y de otro, al riesgo de liquidez. La escala de calificación de este riesgo es numérica, siendo uno el nivel de más baja sensibilidad a variaciones de las condiciones del mercado y seis la más expuesta y con pérdidas de valor en la cartera colectiva.

Durante el 2006 y 2007 la mayoría de los portafolios tenían una alta exposición al riesgo de tasa de interés por tener inversiones concentradas en títulos de deuda pública los cuales mostraron una alta volatilidad en ese periodo reflejado en una calificación de dos, tres y cuatro en riesgo de mercado como se muestra en el cuadro 5. En el último año, los administradores de estos vehículos de inversión tratan de mantener un portafolio diversificado y con una baja exposición al riesgo de mercado, invirtiendo en títulos de corto plazo e inversiones a la vista, especialmente por el entorno de incertidumbre del mercado local e internacional. Lo anterior se ve reflejado en la matriz de transición de riesgo de mercado para el último año 2007-2008 (cuadro 4) respecto a la del 2006-2007 (cuadro 5) donde se presenta un cambio importante al evidenciar una menor exposición al riesgo aumentando de calificación y ubicándose en las escalas altas. El 40% de las carteras colectivas se mantuvo durante un año en la escala 1 (uno), el mismo comportamiento lo tuvo el 85% en la escala 2 (dos), el 60% en la escala 3 (tres) y el 100% en la escala 4 (cuatro). Los porcentajes de la diagonal muestran una tendencia al alza en el último año mostrando una mejor administración de los vehículos y un adecuado equilibrio entre la rentabilidad y el riesgo.

Matrices de transición para Carteras Colectivas y Fondos de Inversión a un año - Riesgo de Mercado
Fuente: BRC

Cuadro 4. Matriz anual 2007-2008

2007 - 2008	1	2	3	4	5
1	40%	20%	40%	0%	0%
2	8%	85%	0%	0%	8%
3	0%	20%	60%	20%	0%
4	0%	0%	0%	100%	0%
5	0%	0%	0%	0%	0%

Cuadro 5. Matriz anual 2006-2007

2006-2007	1	2	3	4	5
1	0%	0%	0%	0%	0%
2	0%	75%	0%	25%	0%
3	17%	33%	33%	17%	0%
4	0%	67%	0%	33%	0%
5	0%	0%	0%	0%	0%

Cuadro 6. Matriz anual 2005-2006

2005 - 2006	1	2	3	4	5
1	29%	71%	0%	0%	0%
2	0%	53%	40%	7%	0%
3	0%	0%	100%	0%	0%
4	0%	0%	0%	100%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%

Cuadro 7. Matriz anual 2004-2005

2004-2005	1	2	3	4	5
1	100%	0%	0%	0%	0%
2	0%	94%	6%	0%	0%
3	0%	14%	86%	0%	0%
4	0%	0%	0%	71%	29%
5	0%	0%	0%	0%	0%

III. Conclusiones

Las entidades del sector financiero y corporativo han venido fortaleciendo sus estructuras de administración de riesgo y consolidándose financiera y operativamente permitiéndole contar con una estable exposición al riesgo. Las matrices de transición analizadas por BRC año tras año así lo demuestran, conservando porcentajes altos sobre la diagonal de la matriz. Sin embargo, la menor dinámica del sector de la construcción, la alta volatilidad de la tasa de cambio en el último año, las elevadas tasas de interés presentadas en el 2008 son algunos de los aspectos que han influido negativamente en los resultados económicos de las empresas colombianas. Los efectos de la crisis financiera internacional y desaceleración de la economía del país, donde el Producto Interno Bruto podría arrojar cifras negativas en el 2009 y que las consecuencias se seguirán sintiendo al menos por uno o dos años más, podrían alterar aún más estos resultados. El reto más importante para las compañías estará en continuar robusteciendo la administración del riesgo y minimizar la exposición a factores internos y externos que puedan afectar su estructura financiera, siendo un punto significativo de medición para este estudio.

El sector que evidencia mayores cambios en las calificaciones de riesgo y cuyas calificaciones individuales se encuentran en la parte baja de grado de inversión y alta de grado especulativo es el sector público. Las entidades descentralizadas y territoriales mantienen una elevada exposición a riesgos políticos, dependencia de los recursos del Estado, limitada capacidad de pago por contar con altos niveles de endeudamiento y/o volatilidad en sus ingresos y al comportamiento de la economía del país.

Para las carteras colectivas o fondos de inversión en el último año se evidencia un manejo del riesgo más estable debido a que los administradores de estos vehículos de inversión mantienen aversión al riesgo invirtiendo en títulos de corto plazo o en cuentas bancarias, que si bien no ofrecen rentabilidades altas si le brindan a los inversionistas estabilidad en sus retornos. La entrada al mercado de capitales de nuevas opciones de inversión como activos inmobiliarios, facturas, acciones, etc., podrían darle mayor rentabilidad a los inversionistas aunque con una mayor exposición a diferentes tipos de riesgo, lo que se vería reflejado en los otros niveles de calificación de las matrices de transición como F A y F BBB en riesgo de crédito y/o tres, cuatro y cinco en riesgo de mercado.

Para el 2009 se pueden presentar cambios en el comportamiento de las calificaciones por las consecuencias negativas del menor crecimiento de la economía colombiana y de la crisis internacional. Estos cambios dependen en gran medida de las políticas de administración y acciones a tomar de las entidades para superar la actual coyuntura. En este sentido, la evolución de indicadores financieros, económicos y operativos será el punto de partida para el mantenimiento de las actuales calificaciones de riesgo otorgadas por BRC.

Por otra parte, para empresas del sector público y privado, establecimientos de crédito, firmas comisionistas de bolsa y fiduciarias, entre otros, cuyas fuentes de fondeo dependen del capital provisto por los inversionistas, cobra mayor relevancia el adecuado manejo del riesgo ya que es evidente la exigencia de calificaciones superiores a AA. Sin embargo, con una mayor oferta y demanda del mercado de capitales por diferentes alternativas de inversión con diversificación de activos y un mayor riesgo reflejado en mejores rentabilidades este tipo de entidades serían menos dependientes de los ciclos económicos.

Una calificación de riesgo no debería obedecer a los cambios coyunturales que puede tener la economía de un país, sino a transformaciones de fondo en la estructura financiera de los emisores y ésta a su vez ser reflejada en un cambio de calificación, ya sea un aumento o disminución de la probabilidad de incumplir sus obligaciones.

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

La matriz consta de tres partes:

1. La primera columna a la izquierda representa la escala de calificaciones de inicio de periodo
2. 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)
3. La intersección de las dos anteriores⁶, representa el porcentaje de calificaciones que se mantuvieron, aumentaron o disminuyeron en cada escala.
 - a. La diagonal de la matriz representa los porcentajes de calificaciones que mantuvieron la misma calificación.
 - b. Las celdas por debajo de la diagonal representan los porcentajes de calificaciones que aumentaron la calificación.
 - c. 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.

Matrices de transición

	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	27%	73%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	0%	90%	10%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

⁶ Excepto la primera celda (superior izquierda)