

MATRICES DE TRANSICIÓN BRC 2002-2012

PANORAMA ECONÓMICO

Entre 2004 y 2007 el crecimiento promedio anual de la economía colombiana fue de 5,9%, una cifra históricamente alta y explicada principalmente por el favorable desempeño presentado, durante este mismo periodo, por los sectores de construcción (9,5%), transporte (9,3%), comercio (7,1%) e industria (6,6%). No obstante, el debilitamiento de la demanda en los principales destinos de exportación, en medio de la crisis financiera internacional, se reflejó en la desaceleración de la economía nacional entre 2008 y 2009, y en una recomposición a escala sectorial evidente en la heterogeneidad y en el cambio de los resultados presentados por las distintas ramas de la actividad económica.

En primer lugar, los sectores que habían impulsado el dinamismo de la actividad productiva entre 2004 y 2007 mostraron tasas de crecimiento muy inferiores entre 2008 y 2010, de hecho, la industria manufacturera registró una reducción promedio anual de 0,6%, en línea con la crisis económica de algunos países de Europa y con la desaceleración de Estados Unidos. En segundo lugar, el sector de minas y canteras pasó de tener un bajo crecimiento de 1,8% promedio anual entre 2004 y 2007 a 10,3% entre 2008 y 2010. De esta forma, el incremento de los precios internacionales de algunos *commodities* y el importante aumento de la inversión extranjera hacia el sector de minas y canteras hicieron que, a través de un aporte cada vez mayor al crecimiento, este sector fuera clave en la posterior recuperación de la economía.

La producción local tuvo un aumento de 6,6% anual en 2011, cifra similar a las presentadas en el periodo anterior a la crisis internacional. El sector de minas y canteras fue el que registró un mayor crecimiento con una tasa de 14,4% anual y, por el lado de la demanda, la inversión (18,3%), el consumo de los hogares (5,9%) y las exportaciones (12,9%) fueron los componentes con mejor desempeño.

Al tomar como punto de referencia los resultados de 2011, las previsiones económicas para 2012 tenían una base suficiente para ser optimistas. Sin embargo, a partir del segundo semestre de 2012 algunos indicadores de actividad como la producción industrial y el comercio empezaron a mostrar signos evidentes de desaceleración, por lo que los analistas comenzaron a hablar de un aterrizaje lento de la economía y los índices de confianza bajaron. Por lo visto, el mantenimiento de un panorama internacional negativo con repercusiones sobre las exportaciones y los precios de algunos *commodities* hizo que el aterrizaje fuera más rápido de lo proyectado inicialmente y, en contrapartida, el Banco de la República incorporó su percepción de incertidumbre ampliando significativamente el rango de su pronóstico de crecimiento (3%-5%).

Al parecer un alto crecimiento económico basado, principalmente, en la expansión del sector minero energético no sería sostenible puesto que las reservas de petróleo de Colombia no son muy altas, siguen presentes las dificultades relacionadas con el otorgamiento de las licencias ambientales, el manejo de predios y las huelgas laborales. Además, los términos de intercambio podrían deteriorarse por los menores precios del petróleo, los choques internacionales de demanda y, en el mediano plazo, por el surgimiento de productos sustitutos de algunos *commodities* producidos localmente, como el carbón.

En 2012 el crecimiento de la producción nacional cerró en 4% (después de la revisión de los datos por parte del DANE), ubicándose por debajo de su potencial de largo plazo (estimado en 5%). Por el lado de la demanda, el consumo de los hogares tuvo una importante desaceleración que fue compensada, parcialmente, por el importante aumento del consumo del gobierno. La inversión pasó de crecer 18,3% en 2011 a 5,7% en 2012 y las exportaciones de 12,9% a

5,3% en el mismo periodo de tiempo. Por el lado de la oferta, el sector de minas y canteras se mantuvo como el de mayor crecimiento (5,9%), a pesar de presentar una expansión muy inferior con respecto a 2011.

La variación de las exportaciones presentó una tendencia decreciente en 2012. Por su parte, la variación de las importaciones también mantiene un comportamiento descendente pero con un ritmo menor que el de las exportaciones, en este sentido, el superávit comercial se ha venido reduciendo paulatinamente y ha liberado algunas de las presiones existentes sobre la revaluación del peso.

Asimismo, las medidas llevadas a cabo por la autoridad monetaria (intervención) y el Gobierno Nacional para mantener un tipo de cambio más competitivo tuvieron un efecto inicial en términos de estabilización y, en lo corrido de 2013, han favorecido el incremento del precio de la divisa. No obstante, esto último se encuentra explicado, principalmente, por la evolución de los precios internacionales de las materias primas y por un contexto monetario internacional en el que la abundante liquidez podría verse reducida.

En materia de precios, a medida que la economía fue reduciendo su ritmo de actividad, las presiones inflacionarias cedieron y el IPC empezó a converger hacia la meta puntual establecida por la autoridad monetaria (3%) pero, a partir de octubre de 2012, comenzó a descender al límite inferior del rango objetivo (2%). Esto, sumado al comportamiento de los indicadores de actividad, ha dado lugar a la aplicación de una política monetaria contracíclica en la que la tasa de intervención pasó de 5,25% en junio de 2012 a 3,25% en marzo de 2013.

En 2013 no se darían reducciones adicionales significativas en la tasa de interés, aún cuando es claro que un objetivo central del Banco de la República, y de la política económica en general, es actuar apropiadamente para que la economía crezca de manera saludable a un nivel cercano a su potencial. La decisión de mantener la tasa de intervención se fundamentaría en la necesidad del Emisor de poder observar la evolución de la actividad económica y, por ende, la eficacia de la expansión monetaria en corregir los choques coyunturales sin comprometer la estabilidad del sistema financiero (excesos crediticios).

En este orden de ideas, el crecimiento esperado de 4% anual para 2013 incorpora la expectativa (optimista) de que el sector de construcción tenga un mejor desempeño con

respecto a 2012 y genere efectos positivos sobre los sectores de industria (específicamente maquinaria) y transporte. Básicamente, dicha expectativa se fundamenta en la puesta en marcha de los planes económicos y las obras de infraestructura que está liderando el Gobierno Nacional en medio de un año preelectoral en el que la ejecución del gasto se realizaría a una mayor velocidad.

Sin embargo, el gradual endurecimiento de la política monetaria en Estados Unidos, que afecta directamente el movimiento de las inversiones a escala mundial, y el mayor déficit de la cuenta corriente del país, por efecto de la reducción del superávit comercial, generaría una mayor dependencia al resultado de la cuenta de capitales. Luego, la economía local pasaría a depender en mayor medida de los flujos de inversión extranjera que —en una situación de incremento de la tasa de interés internacional y de marcada reducción del precio de los *commodities*— podrían mostrar estancamiento o una tendencia a la baja.

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 calificación 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 2002-2012 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.

Por un lado, 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 del sector financiero (principalmente) 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, también, son quienes pueden acceder a las más altas calificaciones de riesgo (AAA y AA). Esto explica la concentración de las calificaciones asignadas por BRC en las escalas AAA y AA.

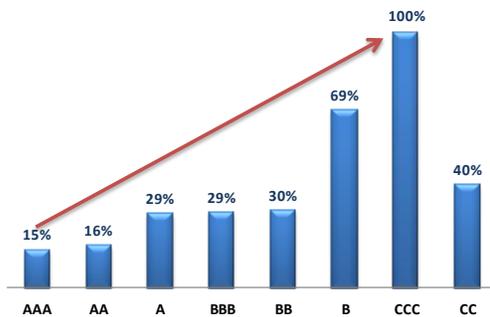
Por otro lado, la creciente participación del sector financiero dentro de las emisiones privadas en el mercado de renta fija (34% en 2009 vs 56% en 2012) ha hecho que la concentración por emisores se mantenga alta, aunque le ha permitido a los bancos mejorar su fondeo y ampliar de manera importante el monto de sus colocaciones.

Así, muchos emisores potenciales (compañías del sector corporativo no financiero), quienes demandan altos montos de financiación externa, han descartado la opción de ir directamente al mercado de deuda.

En 2012 el 84% de las calificaciones utilizadas para el cálculo de la matriz se encontraban en grado de inversión, de hecho, las escalas AAA y AA concentraron el 65% del total de calificaciones, en contraste, las escalas CCC y D presentaron una frecuencia nula.

En la medida en que las calificaciones disminuyen suelen tener una mayor probabilidad de presentar PV (pérdida de vigencia) o ubicarse en la escala E (sin suficiente información para calificar) en el transcurso de uno y dos años, por lo cual se reduce sensiblemente el número de observaciones en los periodos de tiempo de referencia (Gráfico 1). Esto, por cuanto los calificados tienden a rescindir los contratos de calificación cuando esta disminuye.

Gráfico 1: PV y E por escala entre 2011 y 2012



Fuente: BRC Investor Services S.A. SVC.

En las escalas más altas (AAA y AA) el vencimiento de las emisiones de deuda explica el significativo número de pérdidas de vigencia. Esto contrasta con lo que sucede regularmente en las escalas inferiores a AA, en las cuales al tiempo que se presenta una menor densidad (bajo número de calificaciones), los historiales de calificación son más cortos y discontinuos.

Esto aplica principalmente para los entes territoriales y las entidades descentralizadas, quienes más frecuentemente se mueven en la parte baja de la escala de calificación y, en algunos casos, se limitan a realizar el proceso de calificación para acceder a un crédito y, posteriormente, lo suspenden o no brindan la información suficiente para calificar, aún cuando la regulación estipula que la calificación debe permanecer vigente durante la vida del crédito.

MATRIZ DE TRANSICIÓN 2011-2012

Cuadro 1: Matriz de Transición Anual

		2011-2012								
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
AA	2%	98%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
A	0%	13%	80%	7%	0%	0%	0%	0%	0%	
BBB	0%	0%	18%	82%	0%	0%	0%	0%	0%	
BB	0%	0%	0%	10%	76%	9%	5%	0%	0%	
B	0%	0%	0%	25%	0%	75%	0%	0%	0%	
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Entre 2011 y 2012, el 100% de las calificaciones AAA se mantuvieron, lo cual se explica – principalmente- por los positivos resultados financieros de las entidades más importantes de los sectores corporativo y financiero, que al mismo tiempo favorecieron el mantenimiento de las máximas calificaciones para sus emisiones de deuda *senior*.

En línea con el ciclo de la economía, la cartera bruta de los establecimientos de crédito¹ se desaceleró al presentar un crecimiento de 12,5% real anual en 2012, porcentaje inferior 17,9% de 2011 y al 13,1% de 2010. Esto sumado al aumento de 26,6% real anual de la cartera vencida se tradujo en un leve deterioro del indicador de calidad de cartera por mora que pasó de 2,8% a 3,2% entre diciembre de 2011 y diciembre de 2012. No obstante, los ajustes en la regulación sobre provisiones han fortalecido los balances de los establecimientos de crédito, de forma que se mantuvieron coberturas por mora superiores a 140%. De este modo, todos los emisores y emisiones del sector financiero calificados AAA mantuvieron su calificación entre 2011 y 2012.

BRC no anticipa un cambio notorio en el perfil de riesgo de crédito de los establecimientos de crédito, pero existen factores de seguimiento como la desaceleración económica a escala local, la persistencia de la crisis de la Eurozona, los crecimientos modestos en la industria en EEUU, entre otros.

El 98% de las calificaciones AA se mantuvieron y el 2% aumentó. Este último porcentaje corresponde al incremento de la calificación de Correal, debido a la materialización de la compra del 51% de las acciones de la Sociedad Comisionista, por parte del

¹ Incluyendo *leasing*.

Banco de Crédito del Perú (BCP). Aún cuando la integración conlleva importantes retos, le permitirá a Correal contar con un soporte patrimonial importante para apalancar su plan estratégico, robustecer su capacidad de actuar como contraparte en relaciones comerciales con terceros, mejorar el esquema de control de riesgos y potencializar su desempeño en términos de ingresos y competitividad frente a otras firmas comisionistas locales.

El 80% de las calificaciones A se mantuvieron, este nivel evidencia una estabilidad inferior a la de las calificaciones AA y AAA. Por su parte, el 7% de las calificaciones A pasaron a BBB y el 13% a AA. Esta últimas corresponden a los Tips Mz E-5 y Mz E-8, que se explican, en el primer caso, por la redención de las series Tips A y B (que tenían prioridad de pago) y por la mayor resistencia del portafolio de créditos que compone el activo subyacente ante un nivel superior de pérdida esperada. En el segundo caso, por la aplicación del Mecanismo de Reducción de Tasas como instrumento de cobertura, incorporado en la estructura de la emisión, para reducir las tasas de interés de los créditos dentro de ciertas condiciones sin tener que sacarlos de la universalidad. Esta herramienta permite mitigar el efecto en los niveles de prepago de los créditos resultante de una disminución de tasas de interés por condiciones de mercado.

El 82% de las calificaciones BBB se mantuvieron y el 18% restante aumentaron. Este último porcentaje corresponde al aumento a A de: 1) Algunos títulos hipotecarios (Tips Mz E-12 y Mz E-9), debido al efecto favorable proveniente de la aplicación del Mecanismo de Reducción de Tasas (antes mencionado), y 2) Empresas Públicas de la Ceja, por el significativo mejoramiento de los indicadores operacionales y financieros entre 2009 y 2011.

El 76% de las calificaciones BB se mantuvieron, el 10% subieron a BBB y el 14% restante bajaron (9% a B y 5% a CCC). Los aumentos correspondieron a los Tips pesos E-15 y al Area Metropolitana de Barranquilla. Las disminuciones se explican, principalmente, por el deterioro de los resultados financieros de algunas entidades descentralizadas, que conllevaron a la aplicación de planes de saneamiento fiscal y financiero y planes de mejoramiento.

Entre B y D habían 7 calificaciones, de las cuales 6 se mantuvieron en su respectiva escala y una (correspondiente a los Títulos Hipotecarios Tips Mz E-7) aumentó de B a BBB. Cabe destacar que ninguna calificación se ubicó en CCC o en *default*.

En total, entre 2011 y 2012, el 93% de las calificaciones se mantuvieron, el 5% subió y el 2% bajó. Aunque la estabilidad fue inferior al 95% presentado entre 2010 y 2011, el porcentaje de las calificaciones que aumentaron fue superior al 2% registrado en el periodo anterior. Por ende, la mayor volatilidad se tradujo, principalmente, en mejoras.

MATRIZ DE TRANSICIÓN 2010-2012

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, puesto que a medida que aumenta el horizonte temporal se incrementa la probabilidad de que se presenten circunstancias previstas e imprevistas que puedan afectar la capacidad de pago de los calificados. Esto se puede verificar al comparar los porcentajes de la diagonal de la matriz 2011-2012 con los de la matriz 2010-2012.

Cuadro 2: Matriz de Transición Bianaual

		2010-2012							
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	3%	93%	0%	0%	2%	0%	2%	0%	0%
A	0%	19%	63%	6%	12%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	25%	69%	0%	6%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	18%	65%	17%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	33%	0%	67%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

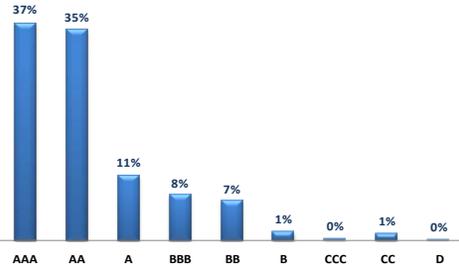
En general, entre 2010 y 2012 el 87% de las calificaciones se mantuvieron, el 8% subió y el 5% bajó. En estos resultados también se evidencia la menor estabilidad de las calificaciones a dos años, puesto que a un año (entre 2011 y 2012) se mantuvieron el 93% de las calificaciones. No obstante, se mantiene el hecho de que los aumentos de calificación fueron más significativos que las reducciones.

MATRICES DE TRANSICIÓN 2002-2012

Entre 2002 y 2012, en promedio el 91% 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 72% 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 fondarse y hacen uso de la calificación de riesgo.

Gráfico 2: Calificaciones en escala/calificaciones totales entre 2002 y 2011



Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

En general, la proporción del total de las calificaciones otorgadas entre 2002 y 2012 que se mantuvieron en el horizonte de un año fue de 92%, en tanto que el 4% subieron y el 4% restante disminuyeron. Estos porcentajes son iguales a los presentados entre 2002 y 2011.

Cuadro 3: Matriz de Transición Promedio Anual

		2002-2012								
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	98%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	3%	93%	2%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	12%	78%	6%	3%	0%	1%	0%	0%	0%
BBB	0%	1%	10%	82%	6%	1%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	8%	85%	6%	1%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	6%	0%	88%	6%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	33%	67%	0%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Ahora bien, a partir del comportamiento de las calificaciones otorgadas entre 2002 y 2012 en el lapso de dos años es posible observar que en la mayoría de las escalas el porcentaje de las calificaciones que se mantienen es inferior o igual con respecto a lo observado en el lapso de un año durante el mismo periodo.

Cuadro 4: Matriz de Transición Promedio Bianual

		2002-2012								
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	96%	2%	1%	0%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	6%	86%	4%	2%	1%	0%	0%	0%	1%	1%
A	0%	19%	64%	12%	4%	0%	1%	0%	0%	0%
BBB	0%	2%	19%	68%	9%	2%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	14%	69%	17%	0%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	14%	0%	72%	14%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	67%	33%	0%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%	0%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

En el agregado de todas las calificaciones otorgadas entre 2002 y 2012, el 85% se mantuvieron en dos años (porcentaje inferior al 92% que se mantuvieron en un año), el 7% subió y el 8% bajó.

La participación de las calificaciones que pasaron a D en uno o dos años sobre el total de las calificaciones asignadas es cercana a cero, lo que podría ser un indicador de la baja probabilidad de *default*. 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 presentaron en los años en los que la crisis fue más pronunciada en Estados Unidos y Europa.

MATRIZ DE TRANSICIÓN FONDOS 2011-2012

El análisis de riesgo de crédito de una cartera colectiva o fondo 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.
- 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 2011-2012 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 y, en menor medida, los títulos de las entidades financieras más sólidas del mercado colombiano.

Cuadro 5: Matriz de Transición Anual Riesgo Crédito

		2011-2012								
Inicial / Final	AAA	AA	A	BBB	BB	B	CCC	CC	D	
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	100%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
A	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
B	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CCC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
CC	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%	0%
D	0%	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.

De otro lado, el análisis de riesgo de mercado indica la exposición de la cartera colectiva o fondo de inversión a factores 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 2011-2012 muestra una total estabilidad de las calificaciones 1, 2, 4 y 5. Aunque el 18% de las calificaciones 3 cambiaron, la totalidad de las modificaciones respondieron a aumentos de calificación para carteras colectivas abiertas.

Cuadro 6: Matriz de Transición Anual Riesgo Mercado

2011 - 2012	1	2	3	4	5
1	100%	0%	0%	0%	0%
2	0%	100%	0%	0%	0%
3	0%	18%	82%	0%	0%
4	0%	0%	0%	100%	0%
5	0%	0%	0%	0%	100%

Fuente: BRC Investor Services S.A. SCV.

Los principales fundamentos de los cambios de calificación de 3 a 2 fueron: 1) La menor exposición ante cambios en la tasa de interés en comparación con las carteras calificadas en 3, debido a la significativa reducción de la volatilidad de los retornos y del indicador de duración, y 2) La disminución de la participación de los mayores adherentes que, sumada al aumento de las inversiones con cortos plazos de maduración, permite mitigar el riesgo de liquidez derivado de un potencial retiro masivo de inversionistas o de un incremento significativo de sus requerimientos de capital.