

## **NEWSLETTER BRC SEGUNDO TRIMESTRE DE 2013**

### **RIESGO ECONÓMICO Y SECTORIAL**

#### **Economía**

En el primer trimestre de 2013 la producción nacional tuvo un crecimiento anual de 2,8% que es significativamente inferior al 5,4% del mismo periodo del año anterior. Aunque este resultado, en cierta medida, se explica por las largas huelgas en diversos sectores (carbonífero, cafetero, justicia y educación) y por un menor número de días hábiles, sigue alineado con la tendencia de desaceleración económica en América Latina y, en general, en los países emergentes.

El único componente de la demanda que se aceleró en el primer trimestre de 2013 con respecto al mismo periodo de 2012 fue el consumo final del gobierno. A la vez que, en línea con el comportamiento del comercio mundial y a pesar de la entrada en vigencia de algunos tratados de libre comercio, las exportaciones y las importaciones registraron reducciones de 1,2% y 0,2%, respectivamente. Estos resultados se derivaron, por un lado, del menor dinamismo de la demanda interna y, por otro lado, de los paros laborales y dificultades de operación<sup>1</sup> de algunas empresas exportadoras de productos combustibles y extractivos con alta participación dentro del total de las ventas externas.

Al descomponer el análisis de la producción por grandes ramas de actividad, la construcción fue el sector más dinámico en el primer trimestre del año con un crecimiento de 16,9% anual, seguido del sector de servicios sociales, comunales y personales con 3,4%. En contraste, la explotación de minas y canteras que entre 2008 y el primer semestre de 2012 había jalonado el crecimiento de la producción nacional, especialmente de las exportaciones, registró un bajo incremento de 1,4% anual y la industria manufacturera siguió contrayéndose, esta vez a una tasa de 4,1% anual.

**La tasa de desempleo de 9,2% para junio de 2013 sigue mostrando una tendencia positiva y la inflación se mantiene en niveles bajos con una cifra de 2,16% a la misma fecha. En este contexto, aún cuando el Banco Central ya ha venido aplicando una política monetaria contracíclica frente a la desaceleración de la economía, la podría seguir profundizando al mover la tasa repo a 3%, puesto que las bajas presiones de precios, unas expectativas bien ancladas y la desaceleración del crecimiento de la cartera permiten contar con un margen de maniobra que, aunque inferior al de 2012, sigue siendo positivo.**

<sup>1</sup> Huelgas en el Cerrejón y Prodeco y fallas ambientales de la Drummond que produjeron la paralización de embarques de carbón.

En el frente cambiario, las condiciones internacionales han marcado la pauta, puesto que la revaluación de la mayoría de las monedas de países emergentes ha tendido a corregirse en magnitudes significativas durante 2013, sobretodo, luego de la volatilidad generada por los anuncios de la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED) con respecto a una posible *normalización monetaria*.

En la actualidad, la mayor disponibilidad de reservas internacionales en las economías emergentes y de América Latina, sumada a una menor participación de la deuda externa en los balances fiscales en comparación con lo observado en la década de los 90, hace que la dinámica de devaluación no constituya un riesgo significativo, sobretodo, por el hecho de que estuvo precedida por una fuerte revaluación que evidenciaría una corrección más que un cambio de tendencia permanente. En lo corrido hasta junio de 2013, la tasa de cambio de Colombia ha acumulado una devaluación promedio anual de 5%.

Las comunicaciones de la FED, calificadas por diversos analistas como prematuras por la carencia de signos tangibles de fortalecimiento económico, generaron un movimiento importante en los mercados locales e internacionales de renta fija y variable, lo cual evidencia el cambio de las decisiones de los inversionistas, quienes intentan incorporar adecuadamente la información que proporcionan diariamente los mercados financieros, los reportes económicos y las decisiones de política. No obstante, bajo un contexto de señales mixtas de distinta índole, la imposibilidad de identificar un curso claro de acción se traduce en mayor volatilidad, sobretodo, cuando los inversionistas ven la reducción de las inyecciones de liquidez como un evento que precede de manera inmediata al incremento de las tasas de interés de la economía norteamericana, dos hechos que tendrían implicaciones muy distintas y que seguramente se darán en momentos prudencialmente distantes.

Detrás de todo esto existen profundas discusiones de política monetaria; sin embargo, en un momento en el que el crédito sigue estancado y las políticas de consolidación fiscal generan fuerzas contractivas, las bajas presiones inflacionarias hacen que sea muy poco viable observar una rápida normalización monetaria en los próximos seis meses. El margen de maniobra de la política económica en Estados Unidos ha recaído sobre la utilización de políticas no convencionales construidas sobre la credibilidad de la FED, motivo por el cual todavía es posible obtener ganancias de empleo y alcanzar la tasa objetivo sin afectar la estabilidad de precios.

El hecho de que una de las comunicaciones de la FED diera lugar a una interpretación ambigua y tuviera fuertes efectos sobre los mercados financieros globales evidencia la importancia de que la autoridad monetaria informe claramente al mercado sobre las medidas de política monetaria y su orientación hacia el futuro. En este sentido, es razonable esperar que, como ya lo hizo en el Comité Federal de Mercado Abierto del mes de julio, en las próximas comunicaciones la FED siga mostrando una posición consistente en cuanto a su política acomodativa que está ligada al desempeño de las principales variables de la economía norteamericana.

Ahora bien, las condiciones macroeconómicas de Colombia siguen siendo favorables, sobretodo, al observarlas dentro del entorno global; sin embargo, los problemas de competitividad seguirán marcando grandes obstáculos para proyectar reducciones más pronunciadas del desempleo y un crecimiento de la producción menos sensible a las condiciones de oferta y demanda en determinados productos (primarios) transados en los mercados internacionales.

### Sector Público

El año 2013 será recordado por las grandes discusiones y modificaciones regulatorias que se vienen desarrollando en el sector público colombiano, las cuales tendrán impacto en la operación de cada tipo de entidad descentralizada, particularmente, en sus fuentes de financiación y en materia de contratación laboral.

En el sector salud se está discutiendo una reforma que, entre otros objetivos, pretende: i) evitar que las EPS utilicen los recursos para fines diferentes a la salud, ii) facilitar el control al precio de los medicamentos<sup>2</sup>, y iii) reducir las barreras que se han creado para acceder a algunos tratamientos. Además de lo anterior se han emitido normas que buscan que el personal misional de los hospitales esté vinculado directamente y no a través de cooperativas de trabajo asociado. A pesar de que las medidas buscan mejorar la calidad y ampliar la cobertura de los servicios de salud, las implicaciones sobre la situación financiera de los hospitales aún son desconocidas, especialmente, en términos de ingresos y rentabilidad.

De igual manera, en el sector de la educación existen grandes expectativas con respecto a: 1) la propuesta que hará el gobierno para modificar la Ley 30, con base en los espacios de diálogo y discusión que abrió en 2011, y 2) el impacto del CREE<sup>3</sup> sobre el nivel de transferencias que recibirán las universidades a partir de 2014.

En las empresas de servicios públicos se encuentra en discusión el nuevo marco tarifario que implicará modificaciones a los componentes básicos de los precios que pagan los usuarios y a los subsidios que cubre el Gobierno Nacional, a través del Sistema General de Participaciones.

Por su parte, los Institutos de Desarrollo Territorial (INFIS) están a la espera de que se establezcan los parámetros para el régimen especial de control y vigilancia que aplicará la Superintendencia Financiera sobre dichas entidades<sup>4</sup>. En este sentido será fundamental la definición de los principales indicadores de gestión y límites que deberán cumplir los INFIS en materia de cartera, capital y liquidez.

En el primer semestre de 2013, la incertidumbre sobre el impacto real de estas medidas regulatorias se ha visto reflejado en la asignación de *Creditwatch* a algunos de los Calificados por BRC, lo cual podría mantenerse en lo que resta del año y durante el primer trimestre de 2014.

Bajo este contexto, para la Calificadora será fundamental la capacidad que evidencien las entidades públicas para prever los efectos de las modificaciones normativas sobre sus resultados financieros y, en línea con ello, adaptarse a las nuevas reglas de juego a través de la formulación de políticas claras y coherentes dentro de cada tipo de institución.

### Sector Corporativo y Titularizaciones

Las empresas del sector real anticiparon la desaceleración de la economía colombiana en 2013. Frente a este panorama pusieron en marcha estrategias que propenden por una mayor eficiencia operativa y organizacional, la diversificación de los mercados y la oferta de productos innovadores. Para alcanzar estos fines tuvieron la necesidad de realizar significativas inversiones en activos, las cuales se recuperarían durante los próximos cinco años, de mantenerse la tendencia actual de la economía.

Para la financiación de sus proyectos de inversión, las empresas recurrieron a dos fuentes, principalmente: recursos propios y deuda. De esta manera, se presentaron incrementos en el nivel de apalancamiento y una mayor presión sobre el flujo de caja. En algunos casos, el deterioro de los indicadores financieros se tradujo en disminuciones de calificación.

Los buenos resultados financieros de los años anteriores le habían permitido a algunas compañías generar ahorros suficientes para atender las necesidades de inversión, pero para otras fue necesario recurrir al financiamiento de la banca local y, en menor medida, al mercado de capitales con emisiones de acciones y bonos.

Es relevante anotar que desde 2010 el sector productivo colombiano inició un proceso de sustitución de deuda en dólares por operaciones en moneda local, lo que ha generado beneficios en medio de la coyuntura actual de devaluación de la tasa de cambio. Asimismo, algunas entidades han comenzado a utilizar los mecanismos de cobertura que les permiten mitigar el riesgo derivado de la volatilidad del precio de la divisa.

En lo que resta de 2013, la Calificadora hará seguimiento a las operaciones de fusión y venta que se han iniciado en el primer semestre, especialmente, a su impacto sobre el endeudamiento y el plan estratégico de los calificados.

<sup>2</sup> La Comisión Nacional de Precios de Medicamentos y Dispositivos Médicos emitió la circular 04 de 2013, mediante la cual regula el precio de 189 medicamentos específicos de alto costo.

<sup>3</sup> Impuesto sobre la renta para la equidad.

<sup>4</sup> Decreto 1117 del 31 de mayo de 2013.

En un momento en que la tasa de interés de referencia de la economía ha alcanzado niveles históricamente bajos, otro hecho relevante para el sector de titularizaciones es el mayor nivel de calificación de los *tranches* más bajos de los Tips<sup>5</sup>, explicado por los altos prepagos que han realizado los individuos y los bancos, estos últimos a través de campañas agresivas para colocar créditos hipotecarios a menores tasas de interés.

### Sector Financiero

Al cierre del segundo trimestre de 2013, la mayoría de los procesos de adquisición de entidades con presencia local concluyeron, mientras que parte importante de aquellos relacionados con la compra de entidades en el exterior aún continúan en proceso de aprobación por parte de los entes reguladores. Esta situación sigue explicando parte de las vigilancias (*Creditwatch*) en las calificaciones del sector financiero. En los próximos dos años y en la medida en que concluyan y se consoliden los cambios en la estrategia comercial, financiera y operativa de las entidades inmersas en dichas adquisiciones e integraciones, el efecto sobre sus calificaciones se disipará.

Recientemente se concretó la adquisición de Helm Bank Colombia y algunas de sus filiales por parte del Banco Corpbanca Colombia. En tanto que sigue en curso la aprobación por parte de los entes reguladores para procesos como el de GNB Sudameris, quien busca el control accionario de las operaciones del Grupo HSBC en Colombia, Perú, Uruguay y Paraguay, y la adquisición del 100% de las acciones de BBVA Panamá por parte de Leasing Bogotá<sup>6</sup>.

Como se había documentado en *Newsletter* anteriores<sup>7</sup>, los consistentes crecimientos observados en la cartera de los establecimientos de crédito desde 2010, especialmente, en el segmento de consumo y microcrédito, sigue siendo un factor de seguimiento. A mayo de 2013, el crecimiento real anual de la cartera vencida de 20,83% continuó siendo superior al de la cartera bruta<sup>8</sup> de 15,07%, lo que explica la leve desmejora en el indicador de calidad de cartera y *leasing* por mora que pasó de 2,94% a 3,09% entre mayo de 2012 y mayo de 2013, y que para diciembre de 2012 se había ubicado en 2,84%. Por calificación de riesgo, los indicadores han permanecido relativamente estables.

Cabe mencionar que los ajustes en la regulación sobre provisiones han fortalecido los balances de los establecimientos de crédito, de tal forma que se mantienen coberturas por mora y por riesgo cercanas a 150% y 70%, respectivamente, al cierre de mayo del presente año.

Si bien BRC no anticipa un cambio notorio en el perfil de riesgo de crédito de los establecimientos de crédito, existen factores de seguimiento como la desaceleración económica a nivel local, la persistencia de la crisis de la Eurozona, crecimientos modestos en la industria en EEUU, entre otros. De forma particular, la situación de Venezuela podría afectar la evolución de algunos

sectores de la economía como la industria, de tal forma que las instituciones financieras con una exposición relevante en dicho segmento presentarían deterioros del activo.

Por su parte, ante la coyuntura actual de movimientos importantes en los mercados locales e internacionales de renta fija y variable, las utilidades de la industria de administradoras de fondos de pensiones tuvieron una disminución de 12,5% anual a mayo de 2013. Lo anterior se explica, fundamentalmente, por las menores utilidades en sus portafolios de inversión de recursos propios y, en segundo lugar, por el modesto crecimiento de los ingresos por comisiones frente a los gastos asociados con ese rubro. Los procesos de fusiones y adquisiciones entre ING Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías S. A. y Protección S. A., y la Sociedad Administradora de Fondos de Pensiones y Cesantías Porvenir S. A., subsidiaria de Grupo Aval Acciones y Valores S. A., con AFP Horizonte S.A. derivó en una concentración de los fondos de pensiones alta. BRC hará seguimiento a los efectos que la anterior situación podría tener en la industria, en términos de la profundización del "efecto rebaño" entre los distintos fondos, por el bajo desarrollo del mercado local y por los límites de inversión para cada fondo, entre otros aspectos.

De otro lado, si bien el ROE de las sociedades fiduciarias y de las sociedades comisionistas de bolsa presentó una evolución positiva al pasar de 28,7% a 30,2% y de 8,7% a 16,8%, respectivamente, entre mayo de 2012 y 2013, se prevé una disminución importante en las utilidades de estas sociedades para el cierre del año. Esto por las importantes volatilidades en los mercados locales e internacionales de renta fija y variable que han reducido la rotación de los portafolios de inversión y afectado su valoración a precios de mercado. Esta situación se profundiza de forma particular en las sociedades fiduciarias, aunque no difiere en relevancia, teniendo en cuenta su alta dependencia a las comisiones por la gestión de portafolios de inversión con activos tradicionales, pasivos pensionales y consorcios, que en algunas de estas entidades llegan a representar una proporción superior al 60% de los ingresos operacionales.

Durante el primer semestre del 2013, el número de calificaciones iniciales asignadas por BRC a entidades del sector financiero continuó siendo importante al igual que el año anterior. Entre los factores que explican esta situación se encuentra el interés de algunos actores por mejorar sus prácticas de gobierno corporativo con la apertura a un proceso de calificación, aunque no sea un requerimiento regulatorio.

En este grupo se destacan las calificaciones iniciales de carácter público o privado a originadores, las cuales contribuyen a la profundización del mercado de capitales, la oportunidad y suficiencia de información para que los inversionistas tomen sus decisiones de inversión, y la mejor asignación del riesgo frente a la rentabilidad de las alternativas disponibles, entre otros aspectos. En términos generales, las calificaciones otorgadas a estas entidades se ubican en un rango más amplio de las escalas de calificación, lo cual reconoce aspectos como el desarrollo de nuevos productos, la corta trayectoria en el mercado, los riesgos operacionales y sistemas de administración de riesgos en desarrollo.

<sup>5</sup> Títulos Hipotecarios.

<sup>6</sup> Información Eventual. Superintendencia Financiera (julio 19 de 2013).

<sup>7</sup> *Newsletter* de 2012 y 2013.

<sup>8</sup> Cartera bruta = cartera neta + provisiones.

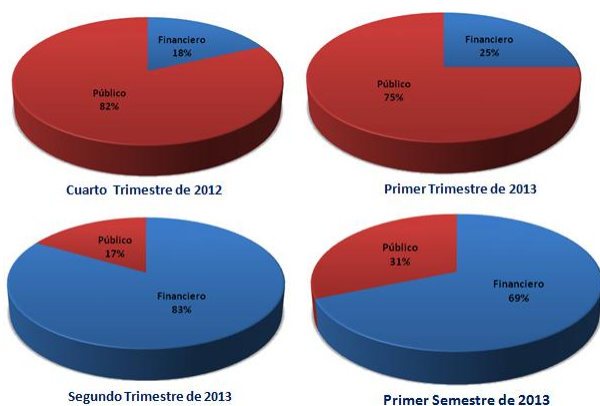


## COMPORTAMIENTO CALIFICACIONES

### Calificaciones Iniciales

Las calificaciones iniciales representaron el 14% de las calificaciones analizadas<sup>9</sup> por el Comité Técnico de BRC durante el segundo trimestre de 2013, porcentaje superior al del primer trimestre del año (5%). Lo anterior se explica por el importante incremento de las calificaciones iniciales durante el segundo trimestre, principalmente, en el sector financiero. A diferencia de lo sucedido en el primer trimestre, cuando las calificaciones iniciales del sector público representaron el 75% del total y las del sector financiero el 25% restante, en el segundo trimestre las del sector público participaron con el 17% y las del sector financiero con el 83% (Gráfico 1).

Gráfico 1: Calificaciones Iniciales por Sector



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Con la definición de los planes de inversión y de sus fuentes de financiación en los entes territoriales y las entidades descentralizadas, posterior a la posesión de nuevos alcaldes y gobernadores y a los consecuentes cambios de administración, la necesidad de llevar a cabo el proceso de calificación de riesgo en dichas entidades - como condición para que poder gestionar endeudamiento- explica, en parte, el aumento de la participación de las calificaciones iniciales del sector público presentada en el cuarto trimestre de 2012 y en el primer trimestre de 2013. Sin embargo, el uso de diversos tipos de calificación para un mismo objeto calificado y el desarrollo del proceso de continua innovación en el sector financiero, por la entrada en operación de nuevos vehículos de inversión con perfiles de riesgo diferenciados que amplían las alternativas para los inversionistas, hicieron que en el segundo trimestre repuntara la participación del sector financiero en las calificaciones iniciales, como se proyectó en el *Newsletter* del primer trimestre del año.

El 92% de las calificaciones obtenidas en los procesos de calificación inicial realizados en el segundo trimestre se ubicaron en grado de inversión y el 8% restante en grado de alto riesgo. Teniendo en cuenta que, por lo general, las calificaciones del sector financiero son superiores a las obtenidas en el sector público, la alta participación de los procesos de calificación inicial del

sector financiero explica dichos resultados, los cuales contrastan con los presentados en el primer trimestre del año, cuando el 50% de las calificaciones iniciales se ubicaron en grado de inversión y el 50% en grado de alto riesgo, a la vez que la mayoría de las calificaciones iniciales correspondían al sector público.

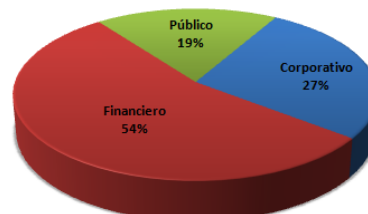
Las calificaciones iniciales de grado de inversión estuvieron fundamentadas en la solidez patrimonial de las compañías del sector financiero, lo cual les brinda la capacidad suficiente para enfrentar la materialización de eventos adversos en las diversas actividades en las que operan.

Por su parte, las calificaciones iniciales de grado de alto riesgo se explican por un elemento de vital importancia para desarrollar el proceso de calificación: la calidad de la información financiera. Cuando dicha calidad es deficiente, no sólo se dificulta el trabajo de análisis realizado por la Calificadora y la posibilidad de proyectar el comportamiento de las variables más relevantes, sino que las propias administraciones carecen de las herramientas para construir una visión clara de las entidades y, a partir de la información histórica, desarrollar un proceso eficaz de planeación estratégica.

### Revisiones de Calificación

En el segundo trimestre de 2013 las revisiones de calificación en el sector financiero fueron las que tuvieron mayor participación dentro del total de las realizadas por BRC (Gráfico 2), en dicho sector el 92% fueron periódicas y el 8% revisiones extraordinarias. Estas últimas estuvieron generaron cerca del 40% de los cambios de calificación en el sector financiero y están derivadas de dos elementos. En primer lugar, de la resolución de los procesos de compra de dos firmas comisionistas de bolsa<sup>10</sup> por parte de entidades internacionales, lo cual permitió resolver las acciones de vigilancia (*Creditwatch*) asignadas a las calificaciones de dichas entidades cuando cada uno de los respectivos procesos dio inicio.

Gráfico 2: Revisiones Periódicas y Extraordinarias por Sector Segundo Trimestre de 2013



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Para BRC era claro que dichos procesos de adquisición podrían tener implicaciones significativas sobre la planeación corporativa, el enfoque de negocios, la estrategia comercial, el soporte patrimonial y, finalmente, sobre el perfil de riesgo de estas sociedades. No obstante, era necesario hacer un seguimiento cercano y esperar a que transcurriera un periodo de tiempo prudencial para observar el efecto neto de los cambios accionarios y, en coherencia con ello, tomar las correspondientes acciones de calificación.

<sup>9</sup> Total de revisiones periódicas, revisiones extraordinarias y calificaciones iniciales realizadas en el trimestre correspondiente.

<sup>10</sup> Bolsa y Renta S. A. por parte del Banco BTG Pactual S. A. (Brasil) y Asesorías e Inversiones S. A. por parte de Valoralta S. A. (Panamá).

La resolución de ambos procesos fue favorable y se tradujo en aumentos de calificación para las sociedades comisionistas puesto que, a partir de un mayor soporte patrimonial y comercial, permitirían vincular nuevos clientes, mantener el volumen de recursos administrados, reactivar líneas de negocio existentes e impulsar nuevos negocios y productos colectivos de inversión. Lo anterior tiene el potencial de permitirles a estas comisionistas consolidar y diversificar las fuentes de ingreso, apalancar sus planes estratégicos y, por ende, mejorar su capacidad para actuar como contrapartes en relaciones comerciales con terceros, lo cual es crucial para enfrentar los desafíos presentes en una industria con un alto nivel de sofisticación, competitividad y profundidad creciente, en la que el ingreso de jugadores internacionales imprimiría mayor dinamismo.

En segundo lugar, el alto crecimiento de las colocaciones de consumo en los establecimientos de crédito durante 2011 y 2012, y la coyuntura que ha afectado al mercado de financiamiento de vehículos impactaron significativamente los indicadores de calidad de cartera de un establecimiento de crédito concentrado en dicho segmento. Este deterioro fue superior al proyectado por BRC y al observado en establecimientos de créditos comparables, por tal motivo, la Calificadora realizó una revisión extraordinaria a la entidad e incorporó la evaluación de un cambio potencial en las calificaciones de largo plazo del emisor y de su emisión de bonos ordinarios a través de la asignación de una Perspectiva Negativa.

Las revisiones de calificación del sector corporativo representaron el 27% del total de las realizadas por BRC en el segundo trimestre del año y en su totalidad correspondieron a revisiones periódicas. Por su parte, las revisiones del sector público tuvieron una participación de 19% sobre el total de las realizadas por la Calificadora, de este porcentaje el 77% fueron periódicas y el 23% extraordinarias.

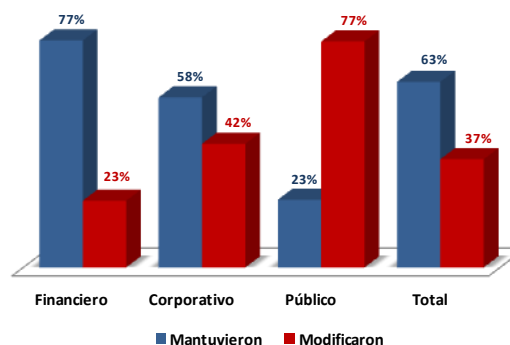
En el sector público, al igual que lo sucedido en el sector financiero, los procesos de fusión y adquisición dieron lugar a revisiones extraordinarias y, a partir de estas, a cambios en las calificaciones. En febrero de 2013 se dio el anuncio de la firma de un memorando de entendimiento no vinculante entre EPM y Millicom International Cellular (que posee el 50% de Colombia Móvil-TIGO), cuyo objetivo era analizar la posibilidad de fusionar esta última multinacional sueca con UNE EPM Telecomunicaciones, para crear un operador integrado de telecomunicaciones a nivel nacional.

BRC ponderó positivamente la intención de UNE por vincular un aliado estratégico a su operación puesto que esto le permitiría aprovechar el conocimiento y la experiencia de la multinacional en el mercado, y fortalecer su capacidad financiera para hacer frente a los elevados requerimientos de inversión que caracterizan a la industria de las telecomunicaciones. No obstante, dado que a la fecha de revisión de las calificaciones de UNE y de sus emisiones de deuda no se conocían las condiciones en las que se llevaría a cabo la integración y no existía certeza sobre el cierre de la operación, la Calificadora asignó un *Creditwatch* en desarrollo a dichas calificaciones.

### Acciones de Calificación

Tanto en el primero como en el segundo trimestre de 2013 se mantuvieron sin modificaciones cerca del 60% del total de las calificaciones revisadas por el Comité Técnico de BRC. En el sector financiero se presentó una significativa estabilidad en el segundo trimestre, puesto que el 77% de las calificaciones revisadas se mantuvieron, resultado muy superior al 33% observado en el primer trimestre, y al de los sectores público (58%) y corporativo (23%) (Gráfico 3).

Gráfico 3: Acciones de Calificación por Sector



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Por la amplia cantidad de calificaciones existentes en el sector financiero, los cambios de calificación fueron poco significativos con respecto al total de las calificaciones revisadas, no obstante, reflejan hechos relevantes como: los procesos de adquisición de sociedades comisionistas y bancos en el mercado local, el amplio deterioro de la cartera de crédito en algunos segmentos particulares y las modificaciones en estrategias y reglamentos en fondos de inversión colectiva que, sumadas al comportamiento de algunos indicadores, denotan una mayor exposición al riesgo de mercado.

En el sector corporativo, el cambio del 42% de las calificaciones revisadas en el segundo trimestre, superior al 25% registrado en el primer trimestre, obedece a condiciones particulares de cada objeto calificado (principalmente títulos de deuda), entre las cuales se encuentran: el impacto financiero de las altas inversiones derivadas de planes de expansión de compañías locales en otros países, el cambio en un esquema de amortización de deuda y la pérdida de una de sus garantías de una emisión, el menor riesgo legal en emisiones de deuda como resultado de la firma de un acuerdo de conciliación que permitiría mejorar el flujo de caja para el fideicomiso que se encuentra a cargo de las obligaciones y la mayor capacidad de algunos portafolios de cartera titularizada para soportar ciertos niveles de pérdida esperada sin incurrir en incumplimiento.

El sector público fue el que mostró mayor volatilidad en el segundo trimestre del año puesto que el 77% de las calificaciones revisadas por el Comité Técnico tuvieron modificaciones. Cerca de la tercera parte de estos cambios se explican por la calidad y disponibilidad de la información, un elemento fundamental para desarrollar apropiadamente el proceso de calificación y determinar el nivel de riesgo relativo de un objeto calificado.

**Asimismo, el proceso de fusión que se está desarrollando en el sector de las telecomunicaciones, y que afectó la calificación de riesgo de la entidad pública involucrada y de sus emisiones de deuda en el mercado, también explicó cerca de la tercera parte de los cambios presentados del segundo trimestre del año.**

Además de lo anterior, la suspensión del pago de intereses por parte de un Departamento, debido a la invalidez legal que tendrían los créditos otorgados cuando el ente territorial no cumplía con las condiciones regulatorias necesarias, afectó directamente la situación financiera del Instituto de Fomento al Desarrollo (INFI) circunscrito al Departamento, puesto que este último es propietario, principal depositante y el segundo mayor deudor. Aunque, de acuerdo con los establecido por la ley, el ente territorial deberá devolver a las entidades financieras el capital de los créditos invalidados, el no pago de los intereses y cargos financieros afectaría significativamente los ingresos, la rentabilidad, la calidad de la cartera y la liquidez del INFI, lo cual fundamentó el cambio de calificación y evidencia la exposición que presentan esta clase de institutos ante las decisiones y la situación del ente territorial en el que llevan a cabo su operación.

Por último, los restantes cambios de calificación de emisiones de deuda y entidades públicas y descentralizadas respondieron a factores particulares como: 1) La buena planeación financiera en la ejecución y el uso de recursos del Sistema General de Participaciones para la realización de proyectos relacionados con infraestructura de saneamiento básico y agua potable, 2) El dinamismo de la economía en algunos entes territoriales que, sumado a la efectividad de ciertas medidas para mejorar el recaudo y la fiscalización y controlar los gastos de funcionamiento, se tradujo en mayor capacidad financiera para el cumplimiento de obligaciones, y 3) La aplicación de un modelo para el seguimiento y la rentabilización de la inversiones patrimoniales.

### Cambios de Calificación

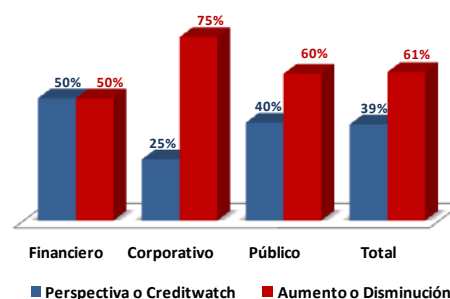
Las modificaciones de calificación pueden ser de dos tipos: 1) aumento o disminución de las calificaciones y 2) asignación, eliminación o cambio de Perspectiva o *Creditwatch*<sup>11</sup>.

En el primer caso, la acción de calificación implica que existen fundamentos claros y suficientes (comportamientos históricos-sólidas proyecciones) para que la Calificadora concluya sobre el cambio en el nivel de riesgo relativo que ostenta el objeto calificado. A diferencia de lo anterior, en el segundo caso, hay un significativo grado de incertidumbre puesto que un evento actual o futuro, o desviación de una tendencia esperada, hace que sea necesario para la Calificadora disponer de información adicional para subir, mantener o bajar la calificación.

En el segundo trimestre de 2013, el 61% de los cambios de calificación fueron por aumento o disminución (ver Gráfico 4), porcentaje superior al registrado en el primer trimestre del año (48%). En el sector financiero se presentaron la mayor

proporción de las modificaciones por asignación, eliminación o cambio de Perspectiva o *Creditwatch* (50%). Este último resultado evidencia el efecto de los procesos de adquisiciones, el importante deterioro de la cartera en segmentos específicos y los cambios en los reglamentos de inversión de algunos fondos colectivos, lo cual requiere que transcurra un periodo de tiempo suficiente para observar los impactos organizacionales y financieros, por un lado, y la consistencia entre el perfil de riesgo definido en el reglamento y el manejo del portafolio de inversiones, por otro.

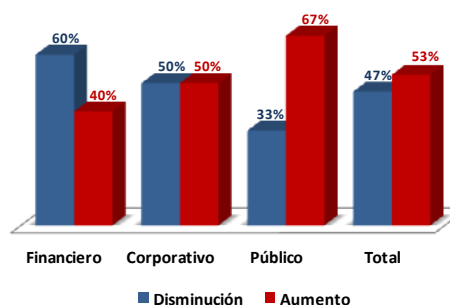
Gráfico 4: Tipo de Cambio de Calificación por Sector



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Ahora bien, el sentido de los cambios de calificación durante el segundo trimestre de 2013 (Gráfico 5) evidencia el mejoramiento de la capacidad de pago de algunas entidades pertenecientes al sector público, en las cuales se ha fortalecido la planeación financiera y el seguimiento al uso de los recursos. Por su parte, las reducciones de calificación en el sector financiero respondieron a la mayor exposición al riesgo de mercado en algunos vehículos de inversión colectiva y, en el sector corporativo, evidencia el impacto de los mencionados planes de expansión en la condición financiera de una compañía del sector eléctrico y de sus emisiones de deuda en el mercado.

Gráfico 5: Aumentos y Disminuciones de Calificación por Sector



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV

<sup>11</sup> En sentido estricto, la Perspectiva y el *Creditwatch* no constituyen una modificación de la calificación (nivel relativo de riesgo), pero denotan cambios reales o previstos que ameritan la asignación de una acción de vigilancia sobre las calificaciones. En esta clase de cambios están excluidos aquellos que están acompañados por un aumento o disminución de la calificación, puesto que estos son incluidos en los cambios de tipo 1.