

NEWSLETTER TERCER TRIMESTRE DE 2013

RIESGO ECONÓMICO Y SECTORIAL

Economía

En el contexto actual, los países emergentes mantienen una exposición significativa a los riesgos derivados de la volatilidad del tipo de cambio, la reducción de los precios de los *commodities* y la tendencia a la baja de la inversión extranjera, que tienen el potencial de afectar la sostenibilidad de la balanza de pagos en los próximos dos años y los movimientos en los mercados de renta fija y variable. De cualquier forma, la magnitud de los efectos que tendrá la normalización monetaria, que iniciará en 2014, y la relocalización de las inversiones a escala mundial dependerá de los fundamentales de crecimiento de cada país, es decir, de la condición fiscal, los niveles de endeudamiento en mercados locales e internacionales, el estado del sistema financiero, el comportamiento de la inflación y la solidez de la demanda interna.

Entre 2007 y 2009, la economía mundial presentó el mayor ritmo de desaceleración de las últimas décadas, al pasar de un crecimiento de 5,3% a una reducción de 0,4%, debido a la materialización de la crisis financiera internacional y a los problemas de sostenibilidad de la deuda pública de varias economías desarrolladas, agudizados por las intervenciones estatales para fomentar la demanda. No obstante, desde el segundo semestre de 2009, gracias al dinamismo de las economías emergentes y al estímulo monetario, la actividad productiva en el mundo empezó a mostrar signos de recuperación que se evidenciaron en un crecimiento del PIB mundial de 5,2% en 2010, resultado que superó las proyecciones de las principales entidades multilaterales, dentro de las cuales se había dado una ponderación importante al carácter de la crisis y a la profundidad y perdurabilidad que tendrían sus efectos a través del tiempo, sobretodo, por el alto grado de globalización financiera e interconexión entre países.

Sin embargo, desde el segundo trimestre de 2011, con las fuertes tensiones políticas y económicas en los países de la periferia europea y la recuperación lenta y volátil de Estados Unidos, el crecimiento de la economía mundial tuvo otro punto de quiebre y entró nuevamente en una senda de desaceleración que se mantiene hasta lo corrido de 2013.

Desde finales de 2011, los mayores ajustes a la baja sobre las perspectivas de crecimiento recaían sobre los países desarrollados, toda vez que su recuperación mostraba un avance menor de lo esperado, no obstante, en la medida en que el comercio mundial disminuye, la cotización internacional de las materias primas es menos favorable y se proyecta la reducción de la abundante liquidez internacional, dichos ajustes se han centrado sobre el fuerte crecimiento de los países emergentes,

especialmente, sobre algunos de gran tamaño como China, India, México y Brasil. En línea con lo anterior, el crecimiento del PIB mundial sería inferior al 3% en 2013 y cercano al 3,6% en 2014¹, esto último debido a la recuperación de la demanda interna y a la paulatina consolidación fiscal en las economías desarrolladas.

Colombia, a pesar de encontrarse inmersa en la tendencia de desaceleración actual de los emergentes, mantiene algunas condiciones favorables que le permitirían contar con la flexibilidad para utilizar la política económica de acuerdo con las circunstancias locales e internacionales. La participación de la deuda externa en el PIB ha pasado de un nivel cercano al 40% en 2003 a cerca del 20% a junio de 2013, además la proporción de las obligaciones de largo plazo ha venido aumentando, con lo cual en un entorno de menor disponibilidad de divisas y devaluación de la tasa de cambio son menores las presiones de liquidez de corto plazo. Por su parte, el alto nivel de credibilidad del Banco de la República (mayor activo de un banco central moderno) y la efectividad que ha tenido la aplicación del esquema de inflación objetivo, evidenciada entre 2009 y 2013, juega un papel fundamental, ya que permite seguir utilizando la política monetaria de manera consistente para suavizar el ciclo económico.

Sin embargo, entre 2014 y 2015, con la normalización monetaria y el incremento de las tasas de interés internacionales, el creciente déficit de cuenta corriente se mantendrá como el principal factor de riesgo para la economía colombiana. La razón es que ante una reversión de los altos flujos de inversión extranjera, la estabilidad de la balanza de pagos se vería afectada, por lo que el precio de la divisa, como mecanismo de ajuste en un régimen de tipo de cambio flexible, podría mostrar alta volatilidad y tendencia al alza, con lo cual aumentaría el riesgo cambiario para las entidades que invierten o tienen endeudamiento en moneda extranjera.

Entre junio de 2012 y junio de 2013, el déficit de cuenta corriente pasó de US\$5.205 millones a US\$5.889 millones, con lo cual pasó de representar el 2,9% al 3,2% del PIB y mantiene la tendencia creciente observada desde 2009, cuando tenía una participación de 1,9%. Por su parte, la reducción de la retención en la fuente de 33% a 14% a las inversiones extranjeras en títulos de renta fija, aprobada en la última reforma tributaria, podría derivar en una mayor volatilidad en la inversión extranjera en portafolio.

¹ Proyecciones del Fondo Monetario Internacional a octubre de 2013.

El crecimiento de la economía colombiana al finalizar 2013 sería ligeramente inferior al 4%, teniendo en cuenta los datos del primer semestre y la evolución de los indicadores de confianza del consumidor, comercial e industrial. En 2014, el PIB tendría una leve aceleración con un crecimiento de 4,2%². Al cierre del primer semestre de 2013, el crecimiento de la producción en Colombia cerró en 3,4%, resultado significativamente inferior al 5,4% del mismo semestre del año anterior. El consumo del gobierno fue el único componente de la demanda que tuvo un mejor resultado, al presentar un crecimiento de 4,6% que fue levemente superior al 4,5% registrado en el primer semestre de 2012. Aunque todos los demás componentes se desaceleraron, la inversión total y los rubros relacionados con el comercio exterior presentaron la mayor reducción en su ritmo de crecimiento. Por el lado de la oferta, los sectores de minas y canteras, establecimientos financieros y transporte presentaron la mayor desaceleración, mientras que la agricultura pasó de un crecimiento de 2,5% a 6,2% debido al impulso del sector cafetero.

La inflación anual a octubre de 2013 de 1,84% se ubica por debajo del límite inferior del rango objetivo del Banco de la República. Así, pese al paro nacional agrario y a la devaluación de la tasa de cambio, la inflación de alimentos se mantiene controlada, al igual que la de bienes transables. **Dada la desaceleración de la economía, con un crecimiento inferior al potencial de largo plazo, y el mantenimiento de la política monetaria de la FED en 2013, es muy probable que el aumento del IPC se ubique entre 2,2% y 2,5% para el cierre del presente año y en 3% para 2014.**

De esta manera, debido al desempeño del PIB en el primer semestre, las bajas presiones inflacionarias y la desaceleración del crédito en lo corrido del año, es fácilmente descartable que la política monetaria tienda a endurecerse en los próximos meses. No obstante, aún cuando existe un margen adicional para reducir la tasa de intervención a 3%, el impacto marginal de esta medida sería muy bajo en comparación con el efecto acumulado de las reducciones que se vienen presentando desde julio de 2012, cuando dio inicio la desaceleración económica. Por tales motivos, es muy probable que la política monetaria se mantenga estable hasta el primer trimestre de 2014, cuando se conocerán los datos de crecimiento anual de 2013 y será posible identificar si existen presiones de precios o de demanda que justifiquen el posterior endurecimiento de las condiciones monetarias.

Entre tanto, las decisiones fiscales y monetarias de Estados Unidos se mantendrán como un elemento central de seguimiento puesto que en los últimos meses han demostrado ser una fuente generadora de inestabilidad. La compra de activos por parte de la FED y, por ende, la ampliación del tamaño de su balance, se ha convertido en el principal instrumento de política monetaria en Estados Unidos, pues al alcanzar la tasa de interés su nivel mínimo surge la necesidad de utilizar instrumentos no convencionales para promover la recuperación económica y el empleo.

El incremento de las tasas de interés en la economía americana que tendría lugar en 2015 es un evento de distinta índole y con implicaciones mucho más profundas que las de la normalización monetaria, puesto que enfrentará a los inversionistas a revisar sus posiciones en activos de mercados emergentes y de alto riesgo, en los que habían entrado bajo condiciones de abundante liquidez y rendimiento mínimos en los países desarrollados. De hecho, tan sólo el panorama de reducción de liquidez ya ha incentivado a los inversionistas a revisar los fundamentales de crecimiento de los países en los que se encuentran localizadas sus inversiones, motivo por el cual, justamente en aquellos en los que se han ajustado negativamente y en mayor medida las perspectivas de crecimiento, fue donde se presentaron mayores desvalorizaciones de los títulos de deuda y devaluación de las monedas entre mayo y agosto de 2013.

A diferencia de muchos otros bancos centrales del mundo, como el de Colombia, en los que la estabilidad de precios es el único objetivo explícitamente propuesto, la FED también tiene como uno de sus objetivos de largo plazo que la economía alcance el máximo empleo. En este orden de ideas, en un momento como el actual, en el que no hay tensiones de corto plazo entre empleo e inflación, es muy probable que la normalización monetaria de Estados Unidos sea lenta y gradual, de acuerdo con la evolución de las variables económicas.

El dólar es la moneda de reserva e intercambio más importante del mundo y los bonos emitidos por el gobierno estadounidense siguen siendo un activo seguro que sirve de referencia para valorar otros activos a nivel internacional, por esta razón, aunque no es el único ni el primer país en adoptar esta clase de instrumentos no convencionales de política monetaria³, Estados Unidos ostenta una posición estratégica en la que sus decisiones tienen el potencial de cambiar la distribución geográfica de las inversiones a escala mundial e imprimir alta volatilidad en los mercados de divisas y títulos valores, como sucedió en el segundo trimestre de este año ante los anuncios de la Reserva Federal de empezar a reducir el nivel de compra de activos en el segundo semestre de 2013.

Entre los aspectos que deberá enfrentar el nuevo presidente de la Reserva Federal están, en primer lugar, el gran escepticismo sobre la utilidad de la flexibilización cuantitativa para fomentar el crecimiento económico y el empleo. Los beneficios del estímulo monetario se encuentran focalizados en ciertos sectores de la economía, pues tienen un efecto directo sobre la confianza de los mercados financieros, los precios de las acciones (en general, activos de mayor riesgo) y el sector de la vivienda, no obstante, existe el riesgo de que dichos beneficios sean dependientes del mantenimiento de los niveles de compra de activos por parte de la FED. En segundo lugar, la dificultad de la autoridad monetaria para comunicar de forma efectiva la orientación de política hacia futuro y moldear las expectativas de los inversionistas es uno de los temas que ha recibido mayores cuestionamientos; sin embargo, el hecho de que la actual ronda de flexibilización cuantitativa, a diferencia de las dos anteriores, no tuviera definido un plazo de duración desde el principio y de que esté condicionada a la evolución de la economía americana hace que todos los movimientos relacionados con esta tengan la capacidad de producir alta volatilidad.

² Esta expectativa se ajusta a las proyecciones del Fondo Monetario Internacional a octubre de 2013.

³ Lo hace también el Banco Central Europeo, el Banco de Inglaterra y, desde hace varios años, el Banco Central de Japón.

Lo positivo es que, de alguna forma, las sorpresas de política de mayo y septiembre, ya generaron ajustes, por lo que cuando efectivamente se desmonten las amplias inyecciones de liquidez de manera paulatina en 2014 y 2015, en línea con la recuperación de la economía americana, los movimientos serían de menor magnitud, es decir, el anuncio de la FED en el mes de mayo ya permite que los inversionistas den por descontada la reducción de los flujos de liquidez.

Aunque el curso que tome la política monetaria es difícil de predecir, el ajuste a la baja de las proyecciones de la FED sobre el crecimiento económico de Estados Unidos hasta 2015, las políticas de consolidación fiscal y las bajas presiones inflacionarias fundamentadas en expectativas bien ancladas, hacen que sea muy poco viable observar una rápida normalización monetaria en los próximos meses pues, como lo han expresado distintos analistas de mercado, el riesgo derivado de iniciar la reducción en la compra de activos ahora, puede ser mayor al riesgo de hacerlo más adelante.

En el frente fiscal, pese a la ampliación transitoria del techo de la deuda en Estados Unidos, siguen presentes las tensiones generadas por la división partidista que no hacen otra cosa que deteriorar la confianza de los inversionistas en la economía. Aún cuando el efecto del cierre del gobierno en octubre será transitorio y de poca magnitud, las señales que surgen de observar un poder ejecutivo en discordia con el legislativo, que dificulta el proceso presupuestario y el direccionamiento de una política fiscal contracíclica y de mediano plazo, plantean cuestionamientos de fondo sobre la influencia de las pugnas partidistas sobre el desempeño y la estabilidad económica. Esto, sobretudo, porque la aprobación del presupuesto del año fiscal que empezó en octubre de 2013 fue aplazada hasta enero de 2014, por lo que no se descarta la ocurrencia de nuevas pugnas y de la paralización del gobierno.

Sector Público

Los riesgos inherentes a las distintas clases de entidades públicas y su evolución en el tiempo se han visto traducidos en un mayor grado de volatilidad de las calificaciones de riesgo, en comparación con lo observado en el sector financiero y corporativo en el tercer trimestre de 2013. Bajo un contexto económico adverso o frente a modificaciones regulatorias, el hecho de mantener problemas estructurales hace que las fuentes de ingreso de las entidades del sector público tiendan a evidenciar caídas y, en general, un **comportamiento volátil**. Esto termina por afectar los flujos de caja, la ejecución de inversiones programadas y el cumplimiento presupuestal, con lo cual la capacidad de pago se ve directamente disminuida.

No obstante, la volatilidad de las calificaciones de las instituciones públicas también responde a la ausencia de información y a las mejoras que han evidenciado determinados entes territoriales, principalmente, por la continuidad de políticas favorables en materia financiera y administrativa, lo cual ha facilitado la ejecución de proyectos de carácter estratégico para la competitividad de algunas economías locales.

En el futuro, la reforma a la salud que se encuentra en curso, la cual redefiniría el Sistema General de Seguridad Social en Salud, se mantendrá como uno de los aspectos centrales de seguimiento por parte de la Calificadora. Esto, teniendo en cuenta que, entre muchos otros elementos como la regulación de los beneficios y la definición de la gestión y administración de los servicios, establece el régimen de las Empresas Sociales del Estado (ESE), que son las prestadoras del servicio de salud. Para BRC, la situación de liquidez de las ESE públicas es crítica, lo cual se refleja en que ninguna de las calificaciones vigentes para este tipo de instituciones supera la escala BBB y muchas se ubican en grado de no inversión o alto riesgo. Asimismo, de acuerdo con la Resolución 2509 de 2012, más del 40% de las Instituciones Prestadoras de Servicios de Salud (IPS) de carácter público fueron categorizadas en riesgo fiscal y financiero medio y alto, por lo que de no concretarse un plan para mejorar su situación entrarían a liquidación.

En el caso particular de los hospitales, más allá de las dificultades que enfrenta cada uno, existen riesgos transversales para esta clase de entidades que, en gran medida, tienen que ver con los problemas de fondo del sistema de salud colombiano. La Ley 100 de 1993 significó un avance en términos de acceso y cobertura de los servicios de salud para la población; sin embargo, dio lugar al surgimiento de incentivos perversos en los que las Entidades Promotoras de Salud (EPS), encargadas de garantizar la prestación del Plan Obligatorio de Salud (POS), gestionar cobros y administrar recursos, terminaron por enfocarse en el manejo financiero en lugar de gestionar los riesgos en salud para disminuir la probabilidad de enfermedad en la población.

De esta manera, bajo un esquema básicamente prospectivo de pago por servicios prestados, el amplio incremento de la demanda y de los recobros se vio traducido en dificultades administrativas y operativas con demoras de pago del Fosyga hacia las EPS. En consecuencia, estas últimas dejaron de cumplir con sus obligaciones y ampliaron el periodo de pago a las clínicas y hospitales, con lo cual dichas instituciones también empezaron a presentar incumplimiento con sus proveedores, retrasos en el pago de salarios a los trabajadores y detrimentos en la calidad, pues deben seguir prestando los servicios a los pacientes aún cuando sus flujos de caja se ven fuertemente reducidos por la amplia acumulación de cartera.

Entre otros aspectos, la reforma actual pretende enfrentar estas dificultades a través de: 1) La creación de una entidad pública que se encargue de manejar de forma unificada los recursos de salud, es decir, afiliar, recaudar, administrar y transferir recursos. En esta materia, el mayor desafío consistirá en la consolidación de la base de datos y del sistema de información para la realización de los trámites, además del establecimiento de altos estándares de transparencia para evitar la corrupción. 2) Las EPS deberán constituirse como sociedades anónimas, de tal manera que se fortalezca su institucionalidad, a través de las prácticas de gobierno corporativo, la exigencia de un adecuado respaldo patrimonial y de una alta capacidad de gestión administrativa y tecnológica. Por ende, Las EPS que no se encuentren al día en sus obligaciones y en la capacidad de cumplir con los requerimientos entrarían en liquidación. 3) El pago a las EPS incluiría, ya no sólo el componente prospectivo de pago por servicios que dependerá del cumplimiento de metas y de la

calidad del servicio, sino también de un componente retrospectivo para financiar una parte de los costos en función de los servicios contratados. Este esquema podría ser favorable para garantizar el flujo de recursos hacia las clínicas y hospitales. 4) La prohibición de la integración vertical y horizontal, directa o indirecta, entre proveedores, gestores (actuales EPS) y prestadores (clínicas y hospitales) para evitar los conflictos de intereses que se presentaron en el pasado. 5) La definición de un régimen laboral que contenga la clasificación de los empleos y los procedimientos de vinculación y retiro, lo cual deberá ser acorde con la especificidad del servicio pero sin dejar de lado los derechos de los funcionarios.

En esencia, estas reformas encaran algunos de los grandes problemas de sostenibilidad financiera del sistema de salud colombiano; sin embargo, enfrentan grandes retos para garantizar la institucionalidad, la modernización de los hospitales públicos y, sobretudo, concluir con el interminable proceso de definir y delimitar el derecho a la salud.

Sector Corporativo y Titularizaciones

Es posible esperar que con el fin de reducir las presiones sobre el flujo de caja y cumplir con las obligaciones derivadas de los mayores niveles de apalancamiento, las empresas deban revisar sus estrategias de expansión y los cronogramas de ejecución de las inversiones, con el propósito de reevaluar la conveniencia de entrar en nuevos proyectos, mercados y líneas de negocios.

En el primer semestre de 2013, los sectores de suministro de electricidad, gas y agua, y construcción mantuvieron un ritmo de crecimiento similar al del año anterior y superior al de la producción nacional. En contraste, el sector de transporte y comunicaciones muestra una importante desaceleración al pasar de un crecimiento de 5,2% en el primer semestre de 2012 al 2,3% en el mismo semestre de 2013, al igual que el de comercio que pasó de 4,9% a 3,5%. **La industria manufacturera es el único sector de la economía que cerró con crecimiento negativo en 2012 y en el primer semestre de 2013, de manera que acumula cuatro trimestres consecutivos de contracción. Aunque, la devaluación del tipo de cambio favorecerá la competitividad internacional de los bienes manufacturados, la debilidad de la demanda externa e interna y los problemas estructurales (costos, infraestructura y productividad) limitarían la ocurrencia de un escenario de rápida recuperación industrial en 2013 y en la primera parte de 2014.**

Esto afecta el desempeño de distintas líneas de negocio de las grandes empresas que desarrollan sus actividades en el sector real de la economía, motivo por el cual ha sido fundamental la capacidad que estas demuestren para flexibilizar y priorizar las inversiones que, en su momento, buscaban mantener el dinamismo de los años anteriores. En un panorama en el que el crecimiento promedio de la economía colombiana entre 2013 y 2015 sería inferior al registrado entre 2010 y 2012, es probable que la recuperación y rentabilización de las inversiones que consumieron o consumirán una parte significativa de los ahorros generados durante este último periodo, sea más lenta de lo proyectado inicialmente.

De otro lado, como se mencionó anteriormente, los mensajes de la FED en el segundo trimestre de 2013 no sólo afectaron a los mercados de renta fija y variable, sino que también se tradujeron en una fuerte devaluación y posterior volatilidad de las monedas de países emergentes como Colombia. En consecuencia, entra nuevamente en el escenario la importancia de la gestión del riesgo cambiario para las empresas que realizan operaciones denominadas en moneda extranjera. 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 las coyunturas de volatilidad en la tasa de cambio. Asimismo, algunas corporaciones han comenzado a utilizar mecanismos de cobertura, no obstante, es preciso que las actividades encaminadas a controlar el riesgo cambiario se desarrollen de manera precautelativa y oportuna, puesto que bajo condiciones adversas el precio de los derivados y su disponibilidad puede cambiar.

En un momento en que la tasa de interés de referencia de la economía ha alcanzado niveles históricamente bajos, un hecho relevante es el mayor nivel de calificación de los tranches más bajos de los Tips⁴, 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

Entre abril y junio de 2013, las expectativas de que la normalización monetaria en Estados Unidos empezaría antes de lo anticipado, se tradujeron en una desvalorización generalizada de los títulos valores en el mercado local de renta fija y renta variable. Esto afectó de manera significativa el tamaño y la valoración de los portafolios de inversión de las entidades financieras e inversionistas institucionales y a los vehículos de inversión y ahorro disponibles en el mercado. De esta forma, entre julio de 2012 y julio de 2013, el ROA de los fondos de pensiones obligatorias pasó de 11,6% a -3.9%, el del sector bancario de 2,1% a 1,9% y el de las sociedades fiduciarias de 21,33% a 18,3%. **A agosto de 2013, se evidencia cierta recuperación de los resultados de los portafolios de inversión, no obstante, será difícil retornar a los niveles registrados en los años anteriores, sobretudo, en medio de un panorama de desaceleración económica e incertidumbre en los mercados internacionales en el corto plazo.** De manera particular, la orientación de la política monetaria de la FED que se definiría en la reunión del Federal Open Market Committee (FOMC) de diciembre de 2013 y la aprobación de presupuesto del año fiscal que comenzó en octubre de 2013 en Estados Unidos, postergada para enero de 2014, serán cruciales para la evolución futura de los mercados internacionales.

Los procesos de adquisición y cambio accionario, la evolución de la economía local e internacional y la concentración de los ingresos de algunas entidades en ciertas líneas de negocio y sectores económicos explicaron la dinámica de cambios de Perspectiva y Creditwatch en el sector financiero durante el tercer trimestre de 2013. La mayoría de los procesos de adquisición de entidades con presencia local han concluido,

⁴ Títulos Hipotecarios.

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. Aunque las fusiones y adquisiciones buscan crear valor para los accionistas, el alcance de este objetivo y su concreción en resultados palpables puede tomar un periodo de tiempo considerable, por lo que justifica las acciones de vigilancia (Perspectiva y *Creditwatch*) para hacer el respectivo seguimiento.

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. No obstante, es claro que la entrada de los conglomerados y entidades financieras locales en nuevos sectores y jurisdicciones da lugar al surgimiento de nuevos riesgos, motivo por el cual, el ente regulador de Colombia viene trabajando en el desarrollo de una supervisión integral y consolidada. En 2012, el informe del Banco Mundial sobre el desarrollo financiero en América Latina y el Caribe⁵ señalaba que la concentración de la propiedad a escala nacional y extranjera, más alta que en otros países emergentes, generaba amplios desafíos para una supervisión consolidada y sistémica. De esta manera, los problemas derivados de la falta de supervisión constituían un elemento crítico que podía convertirse en una amenaza para el desarrollo y la estabilidad financiera de la región (principalmente en países pequeños y de bajos ingresos), por el hecho de que el tiempo para llevar a cabo reformas difíciles y complejas era corto, ya que los riesgos estaban aumentando rápidamente en estructuras conglomeradas cada vez más densas e interconectadas.

Como se había documentado en *Newsletter* anteriores⁶ el consistente crecimiento observado 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 agosto de 2013, el crecimiento anual de la cartera vencida de 18,7% continuó siendo superior al de la cartera bruta⁷ de 15,9%, lo que explica la leve desmejora en el indicador de calidad de cartera y *leasing* por vencimiento que pasó de 2,95% a 3,02% entre agosto de 2012 y agosto de 2013, y que para diciembre de 2012 se había ubicado en 2,84%. Los ajustes en la regulación sobre provisiones han fortalecido los balances de los establecimientos de crédito, de tal forma que se mantienen coberturas por vencimiento y mora de 151,7% y 135,8%, respectivamente, al cierre de agosto del presente año.

BRC no anticipa un cambio notorio en el perfil de riesgo de los establecimientos de crédito, no obstante, existen factores de seguimiento como la desaceleración de la economía local y la persistencia de un lento crecimiento de los países desarrollados con quienes Colombia mantiene mayores relaciones en términos del flujo de divisas. Aquí, la concentración de las colocaciones de cartera o de los ingresos en determinadas líneas de negocio o sectores de la economía puede generar mayores vulnerabilidades.

⁵ De la Torre, Ize y Schmukler. Desarrollo Financiero en América Latina y el Caribe: un camino por delante. Estudios del Banco Mundial sobre América Latina y el Caribe. 2012.

⁶ *Newsletter* de 2012 y 2013.

⁷ Cartera bruta = cartera neta + provisiones.

COMPORTAMIENTO DE LAS CALIFICACIONES

Calificaciones Iniciales

El 40% de las calificaciones iniciales realizadas en el tercer trimestre de 2013 pertenecían al sector público y el 60% restante al sector financiero. Estas últimas correspondientes, principalmente, a la calificación de nuevas emisiones de bonos. Aún cuando las expectativas sobre el curso que podría tomar la política monetaria de Estados Unidos en el futuro generaron un ajuste en los mercados financieros de los países emergentes y, particularmente, un aumento significativo de las tasas de interés de los instrumentos de deuda pública desde el mes de mayo, ciertas entidades financieras ya tenían proyectado financiarse en el mercado de deuda, no obstante, algunas deben esperar un momento de mercado propicio para realizar las colocaciones o replantear sus estrategias de fondeo.

El uso de diversos tipos de calificación para un mismo objeto calificado, la entrada en operación de nuevos vehículos de inversión con perfiles de riesgo diferenciados y la cercanía de las entidades financieras con el mercado de capitales, que les facilita convertirse en emisores recurrentes en el mercado de deuda, explica la participación mayoritaria (67%) del sector financiero en las calificaciones iniciales realizadas por BRC en lo corrido hasta septiembre de 2013.

Por lo general, las calificaciones del sector financiero se ubican en las escalas más altas, contrario a lo que sucede con las calificaciones del sector público. Esto se evidencia en el tercer trimestre, pues mientras que la totalidad de las calificaciones iniciales del sector financiero se ubicaron en grado de inversión, la totalidad de las calificaciones iniciales del sector público se ubicaron en grado de especulación o alto riesgo (Tabla 1).

Tabla 1: Calificaciones Iniciales

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
BONOS HIPOTECARIOS VIS-CREDIFAMILIA2013 POR 500.000.000 UVR	FINANCIERO	BONOS	AAA
CUARTA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS SUBORDINADOS BANCO POPULAR S.A. POR \$300.000 MILLONES	FINANCIERO	BONOS	AA+
MACROFINANCIERA S. A. C.F	FINANCIERO	EMISOR	A
DEPARTAMENTO DE RISARALDA	PÚBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	BB+
INSTITUTO DE SERVICIOS VARIOS DE IPIALES-ISERVI	PÚBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	BB-

Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

En el tercer trimestre, las calificaciones iniciales que se ubicaron en grado de inversión estuvieron fundamentadas en la trayectoria de las entidades financieras emisoras dentro de sus nichos de mercado objetivo, el respaldo de los accionistas, el grado de subordinación de las obligaciones y la cobertura de las garantías existentes.

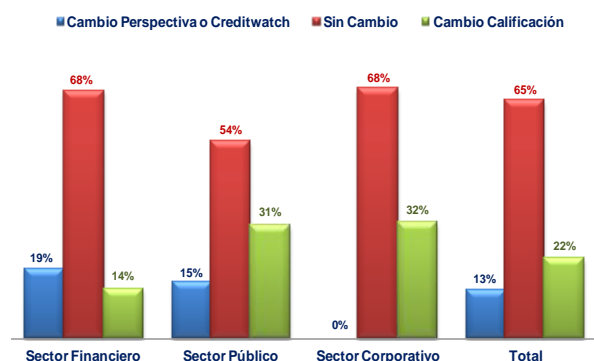
Por su parte, las calificaciones iniciales que se ubicaron en grado de alto riesgo se fundamentaron, principalmente, en los altos niveles de endeudamiento de las entidades públicas calificadas en capacidad de pago y en los problemas de facturación de una de estas, lo cual ha dificultado la identificación de clientes, la recuperación de cartera y, por ende, la gestión del riesgo de liquidez.

Revisiones de Calificación

De las revisiones de calificación llevadas a cabo en el tercer trimestre, el 99% fueron revisiones periódicas y el 1% restante revisiones extraordinarias⁸. Las revisiones del sector financiero representaron el 54% del total, seguidas por las del sector corporativo y de titularizaciones con una participación de 27% y de las del sector público con 17%.

Al igual que en los dos primeros trimestres de 2013, en el tercer se mantuvieron sin modificaciones más del 60% del total de las calificaciones revisadas por el Comité Técnico de BRC, el 13% tuvieron cambio de *Perspectiva* o *Creditwatch*⁹ y el 22% cambio de calificación (Gráfico 1). Mientras que en los sectores financiero y corporativo se mantuvieron el 68% de las calificaciones revisadas en el tercer trimestre, en el sector público se presentó un menor nivel de estabilidad puesto que se mantuvieron el 54%. Este último resultado es coherente con la volatilidad que tienden a presentar las calificaciones del sector público, debido a los riesgos inherentes que enfrentan las entidades de este tipo.

Gráfico 1: Resultado Revisiones de Calificación Tercer Trimestre



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Perspectiva y Creditwatch

Una calificación aparece en la lista de *Creditwatch* cuando ha ocurrido, o se espera que ocurra, un evento o una desviación de una tendencia esperada y, por lo tanto, se requiere información adicional para tomar una decisión en cuanto a la calificación. El *Creditwatch* indica que las consecuencias de determinados eventos futuros son inciertas y que como resultado de su resolución la calificación podría mantenerse o cambiar, motivo por el cual puede ser Negativo, Positivo o en Desarrollo.

Por su parte, una *Perspectiva* evalúa un cambio potencial de la calificación en el largo plazo e incorpora tendencias o riesgos con implicaciones menos ciertas sobre la capacidad de pago de la Entidad. Una *Perspectiva* indica que la calificación puede cambiar o mantenerse en un periodo de uno a dos años, por lo que puede ser Positiva o Negativa.

⁸ Revisión Extraordinaria del Instituto Financiero para el Desarrollo de Santander – Idesan (BBB).

⁹ 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. En caso de que los cambios de *Perspectiva* o *Creditwatch* estén acompañados por un aumento o disminución de la calificación, son incluidos como modificaciones de calificación.

En el tercer trimestre, el sector financiero mantuvo la mayor proporción y número de cambios de *Perspectiva* y *Creditwatch*, lo cual refleja los efectos parciales y potenciales de los procesos de adquisición y cambio accionario, el lento crecimiento económico internacional sumado a la desaceleración de la economía local y la concentración de los ingresos en determinadas líneas de negocios y sectores económicos, como el de vehículos (Tabla 2).

El fortalecimiento de la demanda interna, las bajas tasas de interés y la apreciación de la tasa de cambio favorecieron la demanda de vehículos en 2010 y 2011. Ante esto, los establecimientos de créditos y las compañías de financiamiento incrementaron significativamente la colocación para financiar la compra de vehículo y las aseguradoras de riesgo aumentaron su producción de primas en este ramo, caracterizado por presentar mayor siniestralidad.

No obstante, la desaceleración de las ventas del sector automotor, que ha alcanzado una reducción de 11,4% anual en lo corrido hasta julio de 2013, y el mayor nivel de endeudamiento de los hogares se han traducido, por un lado, en menores tasas de crecimiento de cartera y en un deterioro de los indicadores de calidad y cubrimiento de los establecimientos de crédito y compañías de financiamiento con mayor exposición al sector de vehículos. Por otro lado, en un menor nivel de primas emitidas y mayor siniestralidad en las aseguradoras con mayor participación en dicho ramo.

Tabla 2: Cambios *Perspectiva* o *Creditwatch* Tercer Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
BONOS ORDINARIOS CFC GIROS Y FINANZAS S.A.	FINANCIERO	BONOS	AA- CWN	AA- CWD
BTG PACTUAL COLOMBIA S.A.	FINANCIERO	CAP	P AA CWP	P AA CWD
FINICRIERA POPULAR S.A.	FINANCIERO	CONTRAPARTE	AA+ PN	AA+
BBVA VALORES COLOMBIA S.A.	FINANCIERO	CONTRAPARTE	AAA	AAA CWD
DANN REGIONAL	FINANCIERO	EMISOR	A+ CWD; BRC 2+	A+ PP; BRC 2+
CFC GIROS Y FINANZAS S.A.	FINANCIERO	EMISOR	AA- CWN; BRC 1	AA- CWD; BRC 1
LA EQUIDAD SEGUROS GENERALES O.C.	FINANCIERO	FORTALEZA FINANCIERA	A+ PN	A+
TRANSMETRO S. A. S.	PUBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	BBB+ PN	BBB+
CORPORACION AUTONOMA REGIONAL DE SANTANDER	PUBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	BB+ PN	BB+

CAP: Calidad en la Administración de Portafolios.

CWD: *Creditwatch* en Desarrollo. CWN: *Creditwatch* Negativo.

CWP: *Creditwatch* Positivo. PP: *Perspectiva* Positiva. PN: *Perspectiva* Negativa.

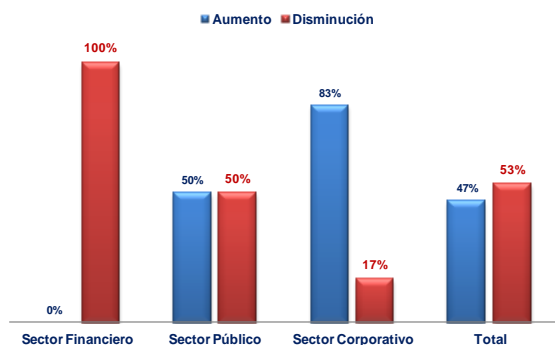
Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

En el sector corporativo y de titularizaciones no se presentaron cambios de *Perspectiva* y *Creditwatch* en el tercer trimestre, en tanto que en el sector público el 15% de las calificaciones revisadas tuvieron cambios de esta clase (Gráfico 1). Esto último se encuentra ligado a la disminución y alta volatilidad de los ingresos, lo cual ha afectado directamente el flujo de caja de las entidades, la realización de las inversiones programadas y el cumplimiento de los presupuestos.

Adicional a lo anterior, aspectos como el alto nivel de contingencias legales, la menor efectividad de las políticas de recaudo implementadas, la reestructuración de la deuda y los requerimientos de una reestructuración administrativa, fundamentaron la asignación de *Perspectiva* Negativa a las calificaciones del sector público.

Cambios de Calificación

Gráfico 2: Cambios de Calificación Tercer Trimestre



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Dentro de los cambios de calificación que se presentaron durante el tercer trimestre, el 53% fueron aumentos y el 47% restante disminuciones (Gráfico 2). En el sector financiero todos los cambios de calificación fueron disminuciones.

Uno de los aspectos que fundamentó los cambios de calificación en el sector financiero fue la incursión de compañías administradoras de recursos de terceros, calificadas en calidad en la administración de portafolios y gestoras de varios fondos de inversión, en activos no tradicionales con mayor complejidad legal, técnica y operativa, y en fondos de capital privado que invierten en nuevos sectores de la economía, como el de la salud. Lo anterior se encuentra encaminado a incrementar el nivel de activos administrados, avanzar en la diversificación por sectores y productos, al ofrecer nuevas alternativas de inversión al mercado, y mejorar la generación de utilidades. Sin embargo, la consecución de dichos objetivos demanda un ajuste importante de los procesos tecnológicos y operativos, el robustecimiento de la administración de riesgos frente a los mejores estándares de la industria, y contar con una sólida posición patrimonial para realizar las inversiones necesarias y enfrentar los riesgos derivados de los nuevos proyectos de crecimiento.

Al igual que en los cambios de Perspectiva y *Creditwatch*, los procesos de adquisición y cambio accionario, que denotan el mayor dinamismo y complejidad del mercado financiero colombiano, han tenido implicaciones en las calificaciones del tercer trimestre. Esto, teniendo en cuenta que el conocimiento es tácito y, por ello mismo, difícilmente puede transmitirse cuando hay un cambio de propiedad, por lo que implica grandes retos para los nuevos accionistas.

Por su parte, otro de los elementos que se tradujo en cambios de calificación en el sector financiero fue la mayor exposición de carteras colectivas y compartimentos a la variación de las condiciones de mercado, que se vio reflejado en el indicador de duración del portafolio y en la volatilidad de los retornos, y al riesgo de liquidez derivado de la alta concentración de los aportes por adherente frente al soporte de liquidez. La volatilidad de los retornos refleja, en parte, la desvalorización de los títulos de deuda pública y privada desde mayo de 2013, por la expectativa que generó el anuncio de una posible normalización monetaria en Estados Unidos, a partir del segundo semestre del año, lo cual se manifestó directamente en el rendimiento de los activos de

renta fija en los países emergentes, pero con mayor profundidad en aquellos donde las perspectivas de crecimiento económico se habían reducido significativamente desde finales de 2012 (Fondo Monetario Internacional, octubre de 2013).

En el sector público, el 50% de los cambios de calificación del tercer trimestre fueron aumentos y el 50% restante disminuciones. Estas últimas se fundamentaron en la asignación de la calificación E que indica que la Calificadora no cuenta con la información suficiente para calificar. De otro lado, los aumentos de calificación respondieron al incremento de los ingresos durante los últimos años y a la continuidad de las políticas administrativas y financieras, lo que ha permitido financiar los proyectos relacionados con la infraestructura, contenidos en los planes de desarrollo, y será fundamental para el fortalecimiento de la capacidad de pago de las entidades en el futuro.

En el sector corporativo y de titularizaciones, el 83% de los cambios de calificación del tercer trimestre fueron aumentos y estuvieron relacionados con la mayor capacidad de la estructura de algunas series de títulos hipotecarios (Tips) para soportar escenarios adversos (altos niveles de prepago o índices de morosidad) sin incurrir en incumplimiento. Por su parte, las disminuciones de calificación en el sector representaron el 17% de los cambios de calificación y se encuentran explicadas por la falta de información para determinar la capacidad de pago de una emisión.

Tabla 3: Cambios de Calificación Tercer Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
SEGUNDA EMISION DE BONOS ORDINARIOS FIDEICOMISO PAGARES MUNICIPIO DE CALI	CORPORATIVO	BONOS	BB+	BBB- CWN
TIPS PESOS MZ E-12	CORPORATIVO	TITULARIZACIONES	A	A-
TIPS MZ E-8	CORPORATIVO	TITULARIZACIONES	AA+	AA-
TIPS PESOS B E-5	CORPORATIVO	TITULARIZACIONES	AA+	A+
TIPS PESOS MZ E-5	CORPORATIVO	TITULARIZACIONES	BBB-	BB
TIPS PESOS MZ E-9	CORPORATIVO	TITULARIZACIONES	A+	A-
PROFESIONALES DE BOLSA	FINANCIERO	CAP*	P AA- PN	P AACWN
PROGRESION SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE INVERSION S.A	FINANCIERO	CAP*	P A	P A+
COMPARTIMENTO VALOR 1 DE LA CARTERA COLECTIVA ABIERTA POR COMPARTIMENTOS VALOR	FINANCIERO	FONDOS	F AAA3; BRC 2+ PN	F AAA2; BRC 1 PN
CARTERA COLECTIVA ABIERTA VALOR TESORO	FINANCIERO	FONDOS	F AAA4; BRC 2+ PN	F AAA3; BRC 1 PN
COMPARTIMENTO RENTA TOTAL ACTIVA DE LA CARTERA COLECTIVA RENTA TOTAL	FINANCIERO	FONDOS	F AAA5; BRC 2+ PN	F AAA3; BRC 1 PN
DISTRITO DE BARRANQUILLA	PÚBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	A-	BBB+ PP
UNIVERSIDAD FRANCISCO DE PAULA DE SANTANDER	PÚBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	A-	BBB+ PP
UNIVERSIDAD NACIONAL ABIERTA Y A DISTANCIA - UNAD	PÚBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	E	A- PP
PLAZA MAYOR MEDELLIN CONVENCIONES Y EXPOSICIONES S.A	PÚBLICO	CAPACIDAD DE PAGO	E	BBB+

CAP: Calidad en la Administración de Portafolios. CWN: *Creditwatch* Negativo. PP: Perspectiva Positiva. PN: Perspectiva Negativa. Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.