

## NEWSLETTER PRIMER TRIMESTRE DE 2014

### RIESGO ECONÓMICO Y SECTORIAL

#### Economía

Posterior a la *Gran Recesión*, en la actual fase de lento crecimiento mundial, los hacedores de política replantean sus enfoques respecto a las fuentes de dinamismo económico. La agenda de algunos países se centra en proyectos estratégicos como aumentar su presencia global en sectores claves, como energía e infraestructura, y en ajustar condiciones para entrar en sendas de expansión sostenibles, este es particularmente el caso de China. Entre tanto, algunas economías emergentes y los países de la Zona Euro, estos últimos en medio de su bajo ritmo de recuperación, hacen frente a sus necesidades más apremiantes en términos de competitividad, transformación productiva, fortalecimiento del sistema financiero y ajuste fiscal.

Las crecientes necesidades energéticas conjugadas con las bajas dotaciones hacen que las compañías más sólidas de Asia Pacífico tengan la disposición y capacidad para llevar a cabo inversiones a nivel mundial en el sector minero-energético. De forma particular, China es un gran importador neto de energía, razón la que ha venido fortaleciendo su relación de manera estratégica con economías productoras de *commodities* en Asia, África y América Latina. Entre 2014 y 2015 el gigante asiático, que busca reenfocar su economía hacia el consumo, mostrará un crecimiento promedio de 7,4%<sup>1</sup>, que es muy inferior al 10% promedio anual registrado entre 2002 y 2013.

En Estados Unidos, después de un largo periodo de desapalancamiento de los hogares y de las empresas, el consumo privado viene recobrando su dinamismo, con lo que el crecimiento de la producción pasaría de 1,9% en 2013 a 2,8% en 2014<sup>2</sup>. Ahora el incremento del PIB recaerá cada vez más en los hombros del sector privado que ha entrado a reconstruir en un campo que produce muy por debajo de su capacidad, a pesar de los años de abono fiscal y monetario, y que se vio afectado por las desfavorables condiciones climáticas en el primer trimestre de 2014.

Las aprobaciones regulatorias respecto a puntos cruciales para alcanzar la unión bancaria comienzan a darse en la Unión Europea. Las reglas comunes están basadas en la experiencia de la última crisis financiera y no difieren significativamente de las medidas implementadas en Estados Unidos. De todas formas, seguirán presentes las secuelas de un sistema financiero

fragmentado al que le restan años para romper los vínculos con los soberanos, limpiar los balances, restablecer la confianza y, por ende, reactivar el canal crediticio como una fuente de crecimiento. En 2014, nuevamente la expansión de la producción de la Zona Euro (1,2%) seguiría sin tocar tierra firme y se ubicaría debajo del crecimiento de las economías avanzadas (2,2%), principalmente por el crecimiento débil en los países con alto nivel de deuda<sup>3</sup>.

Por su parte, algunas de las grandes economías emergentes, como Rusia, India y Brasil, presentaron una fuerte desaceleración profundizada por un panorama en el que se conjuga la volatilidad financiera internacional con sus debilidades internas en términos de institucionalidad, carencia de infraestructura y manejo macroeconómico.

**Como lo anticipábamos, el retiro del programa de liquidez de los Estados Unidos se ha venido realizando paulatinamente y, de mantener el ritmo actual, finalizaría en octubre de 2014. En un momento en el que la tasa observada de desempleo de 6,7% se acerca al objetivo establecido (6,5%) para empezar a incrementar la tasa de interés, la Reserva Federal ha reemplazado este último por un conjunto de variables que incluyen las condiciones del mercado laboral, las presiones y expectativas de inflación, y la evolución del mercado financiero. Con esto, la FED pretende clarificar a los participantes del mercado financiero (agentes en la transmisión de la política monetaria) que el fin del *tapering* y el incremento de la tasa de interés serán dos eventos separados por un periodo de tiempo considerable, que depende de la evolución de la economía americana, a la cual aún le resta un gran impulso para salir de la sombra proyectada por la crisis financiera de 2008.**

No existe un cronograma preestablecido para el retiro del programa de liquidez, por lo que éste podría finalizar más allá de octubre de 2014, ya que la inflación observada y proyectada se ubica por debajo de la meta de largo plazo de 2%. Pero, más allá del fin del *tapering*, existen importantes preguntas sin resolver respecto a: 1) el manejo que se dará al *stock* de activos adicional acumulado en el balance la FED desde el inicio de las medidas no convencionales (cerca de US\$3 billones), y 2) la forma que deberá tomar la política monetaria en la postcrisis, especialmente respecto al papel de la estabilidad financiera<sup>4</sup>.

<sup>1</sup> Proyecciones del Fondo Monetario Internacional a abril de 2014.

<sup>2</sup> Ibid.

<sup>3</sup> Ibid.

<sup>4</sup> Monetary Policy in the New Normal. Fondo Monetario Internacional. Abril de 2014.

**La tasa de interés de Estados Unidos empezaría a incrementarse desde el segundo semestre de 2015, de manera gradual y tomaría años en ubicarse en niveles reales cercanos a los registrados antes de la crisis; sin embargo, este es un hecho de gran impacto para la economía mundial, sobre todo para los países con altas necesidades de financiamiento externo, entre los que se encuentran la mayoría de economías emergentes, cuyos mercados de deuda pública recibieron cerca de medio billón de dólares por parte de inversionistas internacionales (principalmente, grandes institucionales y fondos soberanos) entre 2010 y 2012<sup>5</sup>.**

Una proporción creciente del ahorro de las economías avanzadas se viene manejando en los fondos globales de inversión, los cuales, al igual que los fondos soberanos y los bancos centrales, han aumentado su participación en los mercados de deuda emergentes debido, principalmente, al mejor perfil crediticio de los soberanos. La evidencia sugiere que esto coincide con la mayor sensibilidad de los emergentes a los choques de volatilidad internacional.

**El mayor tamaño de los fondos de pensiones, los fondos de inversión colectiva y los portafolios de las compañías de seguros y los bancos ha permitido ampliar la base de inversionistas locales en los países emergentes; sin embargo, es necesario seguir avanzando en este sentido de manera que los mercados financieros locales logren mitigar los efectos de una reversión de los flujos de capital. De lo contrario, la salida de los inversionistas extranjeros en episodios de estrés y a medida que aumenta la tasa de interés de Estados Unidos tiene el potencial de generar fuertes desvalorizaciones en los mercados de renta fija, aumento del costo de fondeo e incertidumbre.**

Entre 2008 y 2013, respecto al PIB, la entrada de inversión extranjera neta hacia el mercado de deuda en América Latina fue mayor que la registrada en el resto de regiones emergentes. En consecuencia, a los indicadores tradicionales de vulnerabilidad externa (déficit de cuenta corriente, cobertura de las reservas, volatilidad del tipo de cambio y nivel, plazo y moneda de la deuda, entre otros) deberán sumarse el seguimiento a la representatividad de las inversiones extranjeras en los mercados financieros locales y el conocimiento sobre el tipo de inversionistas que entran en estas posiciones.

La participación de los inversionistas extranjeros en los mercados locales de deuda pública se incrementó significativamente en países como Perú, México, Brasil, y Colombia; no obstante, mientras que en los tres primeros alcanzó niveles de 55%, 37% y 17%, respectivamente, en 2013; en Colombia fue de 6% en el mismo año. A pesar de las diferencias, en los episodios de volatilidad de mediados de 2013 e inicios de 2014 los títulos de deuda en América Latina mostraron desvalorizaciones generalizadas, impacto que en

algunos países se vio profundizado por la baja liquidez en los mercados secundarios y las vulnerabilidades macroeconómicas particulares.

**En Colombia, la participación de los inversionistas extranjeros en el mercado de TES seguiría en aumento hacia un rango entre 8% y 10% en 2014, principalmente, por: 1) la entrada en vigencia de la reforma tributaria de 2012, que aprobó la reducción de la retención en la fuente de 33% a 14% a las inversiones extranjeras en títulos de renta fija, y 2) el incremento paulatino de la participación de 3,2% a 8,05% de los bonos de deuda pública colombiana en los índices de deuda global de JP Morgan (JPM GBI - EM Global y Diversified) entre mayo y septiembre de 2014. De esta forma, el impacto del incremento de la tasa de interés en Estados Unidos y de la reversión de flujos de inversión en los mercados de renta fija y divisas podría ser mayor que lo observado en los episodios de volatilidad de mediados de 2013 e inicios de 2014. BRC hará seguimiento a la evolución de esta situación, pues su impacto podría ser material, particularmente en establecimientos de crédito y fondos de inversión colectiva. Por supuesto, el sector real también resultaría afectado pero con un cierto rezago respecto del sistema financiero.**

La ampliación de la base y la mayor diversificación por tipo de inversionista tienen el potencial de incrementar la rentabilidad de los títulos de renta fija y reducir el costo de la deuda en el mercado de capitales, lo que puede favorecer su profundización. Sin embargo, como se ha evidenciado desde marzo de 2014 con la reversión de la tendencia creciente de la tasa de cambio, también puede traducirse en mayor volatilidad en los mercados secundarios y de divisas.

**Entre 2008 y 2013 cerca del 60% de la inversión extranjera neta en el mercado de bonos de Colombia la han realizado inversionistas institucionales, quienes suelen entrar en posiciones de largo plazo y estar mejor informados en la toma de decisiones, motivo por el cual son menos inestables en entornos de volatilidad que no afectan los fundamentales de sus inversiones en el tiempo. Esto es un poco distinto al comportamiento de los fondos de inversión (inversionistas minoristas), que han incrementado su participación en los países emergentes y tienen un carácter más “golondrina” al ser altamente sensibles ante cualquier choque que incremente la percepción relativa de riesgo. Sin embargo, por el tamaño de sus inversiones y el impacto de su retiro, la presencia de inversionistas institucionales también acarrea sus propios riesgos que tienden a materializarse en entornos de alta volatilidad que se traduzcan, por ejemplo, en la degradación de la calificación soberana<sup>6</sup>.**

El llamado “efecto rebaño” se nota de manera clara y creciente en el comportamiento de los inversionistas,

<sup>5</sup> La pregunta del billón: ¿quién es el dueño de la deuda pública de los mercados emergentes?. Serkan Arslanalp y Takahiro Tsuda. Fondo Monetario Internacional. 2014.

<sup>6</sup> La distinción por tipo de inversionista tiene en cuenta la clasificación realizada en el Reporte de Estabilidad Financiera Global, publicado en abril de 2014 por el Fondo Monetario Internacional.

sobretudo en periodos de estrés; sin embargo, por tipo de inversionista pueden encontrarse diferencias. Ante el incremento en la percepción de riesgo en mercados emergentes de la región en 2013 y principios de 2014, los inversionistas minoristas fueron los primeros en salir de sus inversiones de portafolio. A diferencia, los inversionistas institucionales, que tienen estrategias más claras de diversificación de riesgo con argumentos adicionales a la tasa de interés, mantuvieron sus posiciones y compras, lo que se evidencia en las favorables condiciones de colocación de emisiones soberanas de países latinoamericanos en lo corrido de 2014.

Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales<sup>7</sup>, en la medida en que los inversionistas internacionales incorporan los cambios de política monetaria, los flujos netos de capital<sup>8</sup> hacia América Latina se han estabilizado y en 2014 y 2015 se mantendrían en niveles similares al observado en 2013, pero caerían como proporción del PIB. En particular, el endeudamiento externo de la región aumentó en el segundo semestre de 2013, por la expectativa de los agentes sobre el incremento de las tasas de interés internacionales, no obstante, en los próximos dos años disminuiría por el mayor costo de fondeo y la menor disposición de los bancos extranjeros a ampliar sus colocaciones en Latinoamérica.

**Como se ha documentado en anteriores Newsletter, el creciente déficit de cuenta corriente, equivalente al 3,4% del PIB en 2013, se mantendrá como el principal factor de riesgo para Colombia, sobre todo ahora que la inversión extranjera de portafolio se hace más dinámica mientras que la inversión extranjera directa se estanca. Si bien la flotación cambiaría funciona como un amortiguador automático de choques externos, no evita la volatilidad del tipo de cambio ante los movimientos que puedan tener los flujos de capital internacional, como se ha evidenciado desde el anuncio de JP Morgan, y tampoco los efectos de ello en la dinámica de los sectores productivos.**

La tendencia de devaluación de la tasa de cambio observada desde 2013, relacionada principalmente con la contracción de los niveles de liquidez por parte de la FED, llegó a su fin en marzo de 2014 con el anuncio de JP Morgan de aumentar la ponderación de los títulos de deuda colombiana en sus índices de deuda global, lo cual conlleva un incremento en la inversión extranjera de portafolio y, por ende, mayor ingreso de divisas al país. Con esto, la tasa de cambio promedio mensual mostró una revaluación de 5% entre febrero y abril de 2014, y seguiría justándose a la baja, aunque en menor medida, al menos hasta septiembre de 2014, cuando retornaría la tendencia devaluacionista.

La proyección de crecimiento económico de la Calificadora para 2013 era de 4%, no obstante, la corrección del PIB de 2012 y las sorpresas por cuenta del mayor dinamismo en la construcción, los servicios

sociales y la agricultura llevaron la cifra hacia el 4,3%, que está más cerca del crecimiento potencial, aunque sigue siendo inferior. **En el año 2014, el consumo y la inversión privada tendrían un lugar importante en el impulso al incremento del PIB, que estaría entre 4,2% y 4,6%. Lo anterior cobra relevancia pues el cumplimiento de la regla fiscal impone límites a la aplicación de una política fiscal sostenidamente expansionista.**

**Por su parte, como lo habíamos previsto, la tasa de intervención de política monetaria se mantuvo estable en 3,25% hasta finalizar el primer trimestre de 2014 y en abril aumentó 25 pb. La brecha de producto se ha ido cerrando desde el tercer trimestre de 2013 y tanto la inflación observada, como la esperada, vienen convergiendo hacia el punto medio del rango de inflación objetivo en lo corrido de 2014 (3%). Ello sumado a las presiones que podrían surgir del grupo de alimentos por las inconformidades sociales del sector y los factores climáticos da lugar a la expectativa de incremento de la tasa de intervención en lo corrido de 2014 hasta 4,25%.**

### Sector Público

El 29% de las calificaciones iniciales del sector público en el último trimestre de 2013 se ubicaron en grado de inversión. Esto indica que pese a las dificultades presentes en las entidades públicas, que se manifiestan en la volatilidad de sus calificaciones de riesgo, la adecuada gestión administrativa, operativa y financiera puede permitir la mitigación de riesgos y fortalecer la capacidad de algunas entidades del sector para cumplir con sus obligaciones financieras.

Sin embargo, en un contexto económico adverso o frente a modificaciones regulatorias, el hecho de mantener problemas estructurales hace que las fuentes de ingreso o los costos y gastos de las entidades del sector público tiendan a evidenciar un comportamiento volátil. Además, si a esto se suman los problemas de información, que dificultan el desarrollo de un proceso eficaz de toma de decisiones para emplear correctivos, la situación se hace más compleja. De esta manera, no es extraño que en el sector público se encuentre el mayor número de calificaciones en E (sin suficiente información para calificar).

**En 2014 los ajustes regulatorios seguirían presentes en el sector salud, en el que quedan innumerables cuestionamientos por resolver respecto a las medidas necesarias para alcanzar la sostenibilidad de los hospitales públicos y, en general, del sistema de salud. Por su parte, las importantes necesidades de gasto público conjugadas con la caída de los ingresos tributarios, que sobrevendría a la eliminación del gravamen a los movimientos financieros y del impuesto al patrimonio, conllevarían a realizar una nueva reforma tributaria para expandir el recaudo y cumplir con las metas fiscales en los próximos años.**

<sup>7</sup> Flujos de Capital hacia Economías de Mercado Emergentes. Enero de 2014. Instituto de Finanzas Internacionales.

<sup>8</sup> Incluye: inversión extranjera directa + inversión de portafolio + deuda.

Desde finales de 2010 se observaron mejoras en las cuentas fiscales de Colombia por el aumento del recaudo tributario, el incremento de cantidades y precios en los principales bienes de la canasta exportadora, y por la baja ejecución de las regalías. No obstante, en condiciones de menor dinamismo exportador y mayor ejecución de los entes territoriales, el déficit del sector público consolidado tendería a subir en el año 2014. Si esto se suman las amplias demandas sociales (salud, educación y pensiones) volver a hablar de reforma tributaria en el año 2014 es un escenario muy probable.

**El nuevo esquema de manejo y distribución de las regalías ha evidenciado las dificultades de los entes territoriales y de las entidades descentralizadas en cuando a su capacidad para formular y ejecutar proyectos de gran tamaño e impacto regional. Ante esto, no es extraño que también se encuentre sobre la mesa la posibilidad de modificar el actual sistema de regalías.**

**Por su parte, en los próximos meses los institutos de fomento al desarrollo (infis) empezarán a reportar a la Superintendencia Financiera de Colombia la información relativa al régimen especial de control y vigilancia en atención a lo dispuesto por el Decreto 1117 de 2013 y la Circular Externa 034 de 2013 de la Superfinanciera.** La información requerida incluye: 1) cálculo de brechas de liquidez; 2) composición de la cartera de créditos; 3) disponible; 4) excedentes de liquidez administrados; 5) composición del portafolio de inversiones; 6) principales cuentas de balance; y 7) fondos especiales.

### Sector Corporativo

**Contrario a lo esperado, la dinámica de adquisiciones del sector corporativo tanto en el mercado local, como en otras geografías, no se ha visto menguada bajo un entorno económico en el que aumenta la competencia en mercados clave, sube el costo de endeudamiento a largo plazo y las perspectivas de crecimiento de algunos mercados externos es menos favorable, circunstancias que plantean retos importantes en materia de sostenibilidad de los resultados financieros y rentabilización de inversiones.**

A pesar de que las economías de América Latina se caracterizan por haber dado avances desde la década de los noventa para abrir sus mercados y promover la vocación exportadora, cuentan con pocas empresas que sean competitivas a nivel mundial. Entre las razones por las cuales las empresas han decidido expandir sus operaciones hacia los mercados de la región se encuentran las similitudes en términos culturales, geográficos y de desarrollo social y económico. Dichas adquisiciones han sido financiadas con el capital acumulado en los años de buenos resultados financieros posteriores a la crisis financiera internacional y con los recursos de deuda a los que pudieron acceder fácilmente en mercados internacionales con abundante liquidez. Entre 2013 y 2014 las condiciones se configuran de manera distinta, pues las utilidades muestran resultados más sobrios y el financiamiento externo se hace más costoso y escaso; sin embargo, los planes de expansión

en la región siguen en pie, aunque desde luego contemplan montos de inversión más ajustados.

En el año 2013, los sectores de construcción, agricultura y servicios sociales mostraron un crecimiento anual superior al observado en 2012 y al de la producción nacional. En línea con lo anterior, las entidades del sector corporativo que se encuentran ejecutando programas de crecimiento inorgánico pertenecen o están íntimamente relacionadas con los sectores de servicios públicos y construcción, que han tomado fuerza en Colombia y en la mayoría de países emergentes con la ejecución de grandes programas de infraestructura. Como es usual, dichos programas responden al objetivo de obtener incrementos de productividad en el largo plazo y fomentar la demanda en el corto plazo. En los años 2014 y 2015 la capacidad del gobierno y del sector público para superar los obstáculos frente a la venta de Isagen, establecer un orden de prioridad en los proyectos que hacen parte de la Cuarta Generación de Concesiones y fomentar la participación del sector privado serán aspectos cruciales en el desempeño de diversos sectores productivos y de la economía.

**La industria es el único sector de la economía que presentó un crecimiento negativo en los años 2012 y 2013 (1,2% en promedio). Aunque, la devaluación del tipo de cambio y la recuperación de los principales socios comerciales favorecería la exportación de bienes manufacturados, los problemas estructurales (costos, infraestructura y productividad) limitarían una recuperación industrial homogénea en la primera mitad de 2014.** Por otra parte, si bien el sector de explotación de minas y canteras sigue creciendo, mantiene la desaceleración mostrada desde el año 2012.

### Sector Financiero

Aunque la incertidumbre en los mercados internacionales se mantiene, en los meses más recientes se evidencia una recuperación en los resultados de los portafolios de inversión y de los recursos administrados hacia los niveles registrados a principios de 2013. Uno de los desafíos para los vehículos de inversión colectiva será vincular nuevamente a los clientes con alta aversión al riesgo que aún mantienen sus recursos invertidos en cuentas bancarias y CDT para protegerse del riesgo de mercado.

En línea con la volatilidad del mercado de renta fija y con el incremento de la tasa de interés de largo plazo de los TES, las condiciones para la emisión y colocación de títulos de deuda en 2013 y en el primer trimestre de 2014 se tornaron menos propicias en comparación con lo observado en 2012. En lo corrido hasta mayo de 2014 la totalidad de las emisiones pertenecen al sector financiero y en 2013 las participaciones fueron: 46% sector financiero, 38% sector real y 16% sector público. La cercanía con el mercado de capitales y el mayor crecimiento de las colocaciones de cartera en comparación con el de los depósitos en los establecimientos de crédito ha hecho que las entidades financieras se vuelvan emisores cada vez más importantes en el mercado

de deuda colombiano, con una oferta que parece ser relativamente inelástica con respecto al incremento de la tasa de interés de mercado.

Los ajustes en la regulación sobre provisiones han fortalecido los balances de los establecimientos de crédito, de tal forma que se mantienen altas coberturas de la cartera vencida mediante provisiones. BRC no anticipa un cambio notorio en el perfil de riesgo de los establecimientos de crédito; no obstante, existen factores de seguimiento como la situación del sector agrario, el desempeño de la actividad industrial, el menor dinamismo de la venta de vehículos, la situación de Venezuela y la persistencia de un lento crecimiento en los países con los que Colombia mantiene mayores relaciones en términos del flujo de divisas. Asimismo, entre otros factores, la implementación de distintos tratados de libre comercio tiene efectos sectoriales diversos y heterogéneos, por lo que la concentración de las colocaciones de cartera o de los ingresos en determinadas líneas de negocio o subsectores de la economía puede generar mayores vulnerabilidades a los establecimientos de crédito.

El sector de la construcción seguirá siendo clave para el crecimiento del PIB en el futuro, sobretodo, por el tamaño de la Cuarta Generación de Concesiones. En línea con ello, para facilitar la financiación bancaria de dichos proyectos de infraestructura fue expedido recientemente el Decreto 816 en el que se amplían los límites individuales de crédito de 10% a 25% del patrimonio técnico en el caso de los establecimientos de crédito y de 10% a 40% en el caso de la Financiera de Desarrollo Nacional; asimismo, se crea la categoría de fondos de capital privado nacionales destinados a invertir en infraestructura, en los cuales algunos de los perfiles de fondos de pensiones y cesantías podrán realizar inversiones por un porcentaje de 5% o 7%, según el caso. La Calificadora mantendrá el seguimiento a los efectos que esto pueda tener en el perfil de riesgo de los establecimientos de crédito y de los fondos de pensiones, particularmente en términos la concentración por sector económico.

De otro lado, BRC destaca como favorables: 1) las medidas establecidas en la Circular Externa 010 de 2014 por parte de la Superintendencia Financiera respecto a la metodología para la medición y reporte del riesgo de liquidez en las sociedades comisionistas de bolsa, y 2) los instrumentos implementados mediante la Circular Reglamentaria Externa DODM-139 para medir la exposición cambiaria y de liquidez por moneda de los intermediarios del mercado cambiario, tanto a nivel individual, como consolidado (incluyendo subsidiarias de otros países). El funcionamiento inadecuado de la actividad de intermediación de valores y la carencia de una supervisión consolidada y sistémica son elementos que pueden generar eventos de riesgo, minar la confianza en los mercados de capitales y, por ende, convertirse en una amenaza para el desarrollo y la estabilidad financiera. Por este motivo, los esfuerzos de los entes reguladores para mejorar la transparencia y efectiva gestión de riesgos en estructuras

conglomeradas cada vez más densas y complejas son esenciales.

## COMPORTAMIENTO DE LAS CALIFICACIONES

### Calificaciones Iniciales

En el primer trimestre de 2014, el 64% de las calificaciones iniciales que se realizaron pertenecían al sector público y el 36% al sector financiero. La nula participación del sector corporativo se explica, principalmente, por el bajo número de entidades pertenecientes al sector real que participan como emisores recurrentes en el mercado de capitales, mientras que la dinámica observada en el sector público guarda relación con el manejo contractual y presupuestal de esta clase de instituciones. Por su parte, los diversos tipos de calificaciones existentes para entidades financieras explican la importante participación del sector en las calificaciones iniciales.

Con excepción de una de las calificaciones de riesgo de mercado de un fondo, las demás calificaciones del sector financiero se ubicaron en grado de inversión. A diferencia, en el sector público el 71% de las calificaciones estuvieron en grado de alto riesgo y aunque el porcentaje restante estuvo en grado de inversión, se ubicó en la escala más baja (BBB-), resultados que guardan relación, entre otros factores, con: 1) la crisis que enfrenta el sector salud, reflejada de manera particular en los problemas de liquidez y sostenibilidad de los hospitales públicos; 2) las debilidades de la economía y la baja base tributaria de algunos entes territoriales; y 3) las falencias de la infraestructura de servicios públicos en el país que genera altos requerimientos de inversión a las empresas encargadas de la prestación de dichos servicios, sobre todo ante desastres naturales, y que, sumada a la falta de políticas de control de costos y gastos, termina por traducirse en márgenes de rentabilidad volátiles.

Tabla 1: Calificaciones Iniciales Primer Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
PORTAFOLIO HORIZONTE PLUS DEL FONDO DE PENSIONES VOLUNTARIAS AFP HORIZONTE	Financiero	Fondos	F AAA/5; BRC 1+ CWD
FONDO DE PENSIONES VOLUNTARIAS PORTAFOLIO HORIZONTE	Financiero	Fondos	F AAA/3; BRC 1+ CWD
HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A.	Financiero	CAP	P AA PP
FONDO NACIONAL DEL AHORRO CARLOS LLERAS RESTREPO	Financiero	Emisor	AAA; BRC 1+
E.S.E HOSPITAL MARIA AUXILIADORA	Público	Capacidad de Pago	B
INSTITUTO MUNICIPAL DE LA REFORMA URBANA Y VIVENDA DE PASTO-INVPASTO	Público	Capacidad de Pago	BBB-
E.S.E. HOSPITAL SAN FERNANDO DE AMAGÁ	Público	Capacidad de Pago	B-
PARQUE MANANTIALES S.A.S. (En liquidación)	Público	Capacidad de Pago	D
EMPRESA DE OBRAS SANITARIAS DE LA PROVINCIA DE OBAÑO - EMPOBAÑO E.S.P.	Público	Capacidad de Pago	B+
EMPRESA DE SERVICIOS PÚBLICOS DE PAMPLONA - EMPOPAMPLONA S.A. E.S.P.	Público	Capacidad de Pago	B+
DEPARTAMENTO DE ARAUCA	Público	Capacidad de Pago	BBB- CWN

CAP: Calidad en la Administración de Portafolios. CWD: CreditWatch en Desarrollo. CWN: CreditWatch Negativo. PP: Perspectiva Positiva. Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

## Revisiones de Calificación

De las revisiones de calificación llevadas a cabo en el primer trimestre de 2014, el 90% fueron revisiones periódicas y el 10% restante revisiones extraordinarias. Las revisiones del sector financiero representaron el 55% del total, seguidas por las del sector corporativo con una participación de 25% y las del sector público con el 20%.

En la mayoría de los casos, las revisiones extraordinarias del primer trimestre de 2013 correspondieron a calificaciones que tenían *CreditWatch* o *Perspectiva* y, por ende, ameritaban un seguimiento cercano por parte de la Calificadora. Esto, debido a que algunos de sus fundamentales estaban cambiando, lo cual tenía el potencial de modificar la calidad crediticia de los calificados.

Tabla 2: Revisiones Extraordinarias Primer Trimestre

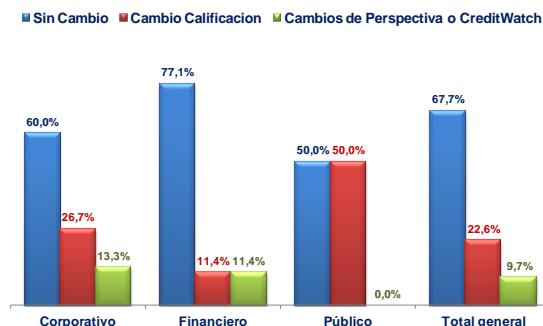
CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2008-1	Corporativo	Bonos	AA+ CWN
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2010	Corporativo	Bonos	AA+ CWN
BANCO GNB SUDAMERIS	Financiero	Emisor	AAA CWD; BRC 1+
BONOS SUBORDINADOS GNB COLOMBIA 2005 SERIE A (ANTES BONOS SUB. HSBC COLOMBIA 2005 SERIE A)	Financiero	Bonos	AA+ CWD
FIDUCIARIA GNB S.A. (ANTES HSBC FIDUCIARIA S. A.)	Financiero	Contraparte	AA+ CWD
E.S.E. HOSPITAL SAN JUAN DE DIOS DE VALDIVIA	Público	Capacidad de Pago	E

CWN: *CreditWatch* Negativo. CWD: *CreditWatch* en Desarrollo. E: sin suficiente información para calificar.

Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

En el primer trimestre se mantuvieron sin modificaciones el 67,7% del total de las calificaciones revisadas por el Comité Técnico de BRC, el 9,7% tuvieron cambio de *Perspectiva* o *CreditWatch*<sup>9</sup> y el 22,6% cambio de calificación (Gráfico 1). Mientras que en los sectores financiero y corporativo se mantuvo el 77,1% y el 60,0% de las calificaciones revisadas, respectivamente, en el sector público se presentó un menor nivel de estabilidad puesto que las calificaciones sin cambio representaron sólo el 50%. Este último resultado tiene que ver con la mayor variabilidad que tienden a presentar las calificaciones de dicho sector debido a los riesgos inherentes que enfrentan las entidades de este tipo.

Gráfico 1: Revisiones Calificación Primer 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 y puede ser Positiva o Negativa.

Tabla 3: Perspectiva o *CreditWatch* Primer Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2008-1	Corporativo	Bonos	AA+ CWN	AA+ PN
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2010	Corporativo	Bonos	AA+ CWN	AA+ CWD
BANCO GNB COLOMBIA S.A. (ANTES HSBC COLOMBIA S.A.)	Financiero	Emisor	AA+ CWD; BRC 1+	AA+; BRC 1+
BONOS SUBORDINADOS GNB COLOMBIA 2005 SERIE A (ANTES BONOS SUB. HSBC COLOMBIA 2005 SERIE A)	Financiero	Bonos	AA+ CWD	AA+
BANCO WWB S.A.	Financiero	Emisor	AA- PP; BRC 2+	AA-; BRC 2+
FIDUAGRARIA	Financiero	Contraparte	AA PP	AA

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

PP: *Perspectiva* Positiva. PN: *Perspectiva* Negativa.

Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Los procesos de adquisición, la inestabilidad jurídica y regulatoria a nivel descentralizado y el mejor desempeño de algunas entidades del sector financiero son elementos que han tenido y pueden seguir teniendo implicaciones en algunas de las calificaciones a las que BRC viene haciendo mayor seguimiento.

En un contexto de amplia liquidez internacional, bajo costo de la deuda y ejecución de planes de desinversión de importantes jugadores internacionales en los años posteriores a la crisis financiera internacional (principalmente entidades europeas que salieron de algunos mercados para rediseñar sus operaciones), la expansión de las entidades financieras colombianas en

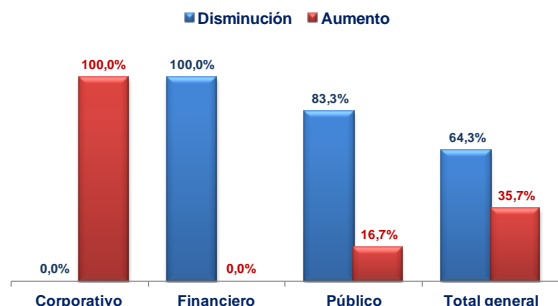
<sup>9</sup> La *Perspectiva* y el *Creditwatch* no constituyen una modificación de la calificación (nivel relativo de riesgo), pero denotan cambios reales o previstos que ameritan la asignación de una acción de vigilancia. En caso de que los cambios de *Perspectiva* o *Creditwatch* estén acompañados por un aumento o disminución de la calificación, son incluidos como modificaciones de calificación.

la región y los planes de adquisición de algunas compañías extranjeras en el mercado local dieron lugar a las previsiones sobre posibles cambios en las calificaciones de riesgo. Lo anterior se refleja en la asignación de estados de vigilancia (Perspectiva o *CreditWatch*) que se mantienen vigentes en algunos de los procesos que aún no hay concluido, pero que han sido descartados en otros que ya finalizaron.

**Cambios de Calificación**

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 explican los aumentos de calificación en el sector de titularizaciones en el primer trimestre de 2014. En su lugar, en el sector público el 83,3% de los cambios de calificación fueron por reducciones que se fundamentan, básicamente, en problemas de completitud y oportunidad en la remisión de la información a la Calificadora.

Gráfico 2: Cambios de Calificación Primer Trimestre



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

De otro lado, en el sector financiero las coyunturas de mercado y los grandes retos que surgen en industrias cada vez más competitivas hacen visibles las diferencias entre los calificados, y la consistencia entre su desempeño y el nivel de riesgo relativo que ostentan. Así, la desvalorización en el mercado de deuda pública y privada entre mayo y julio de 2013 le permitió a la Calificadora constatar la capacidad real de las entidades e instrumentos calificados para cumplir con lo pactado ante inversionistas, ahorradores, acreedores, clientes y accionistas, y realizar los correspondientes ajustes en las calificaciones. Además, en los casos de algunas entidades administradoras de recursos de terceros fue posible observar los beneficios derivados de contar con un sistema robusto y completo de manejo de riesgo, fuentes de ingreso diversificadas, una amplia oferta de productos con instrumentos especializados que se complementan entre sí y un área comercial que desarrolla su labor con énfasis en el asesoramiento de los clientes, de manera que estos últimos tengan la capacidad de elegir la opción que más se acerca a su perfil y entender los riesgos a los que se encuentran expuestos sus recursos y las pérdidas que podrían afrontar en caso de que estos se materialicen.

**Sin dudas, en los últimos años la diferencia entre innovación disruptiva e innovación adaptativa en las entidades del sector financiero ha sido un aspecto fundamental para diferenciar sus perfiles de riesgo.**

La mayor competencia, fortalecida por la dinámica de fusiones y adquisiciones y la entrada de jugadores internacionales, ha tendido a generar presiones sobre los márgenes de rentabilidad. En primer lugar, lo anterior se traduce en la implementación de medidas para la disminución de costos y gastos; sin embargo, requiere asumir el gran reto de incrementar los ingresos de manera sostenible para mantener posiciones de liderazgo, a través del uso de la experiencia, las fortalezas y las potencialidades para generar una oferta con alto valor agregado. En contraste, asumir dicho desafío mediante la aplicación de estrategias agresivas o la incursión en productos en los que no se dispone de la suficiente experiencia o del músculo financiero y organizacional para llevar a cabo las necesarias modificaciones administrativas, operacionales y de gestión de riesgo, puede terminar por traducirse en mayor volatilidad de los resultados financieros y exposición a diversos factores de riesgo.

Tabla 4: Cambios de Calificación Primer Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
TIPS B E-10	Corporativo	Titularizaciones	AA+	AA-
TIPS MZ E-10	Corporativo	Titularizaciones	A	BBB+
TIPS PESOS B E-14	Corporativo	Titularizaciones	AA+	AA
TIPS PESOS MZ E-14	Corporativo	Titularizaciones	A	BBB+
FONDO DE PENSIONES VOLUNTARIAS PORVENIR PERFIL DIVERSIFICADO CONSERVADOR (ANTES ALTA LIQUIDEZ)	Financiero	Fondos	F AAA3; BRC 1+	F AAA2; BRC 1+ CWD
COMPARTIMENTO 1 DE LA CARTERA COLECTIVA ABIERTA CON PACTO DE PERMANENCIA ÓPTIMO CON COMPARTIMENTOS (ANTES CARTERA COLECTIVA ESCALONADA ÓPTIMO)	Financiero	Fondos	F AAA4; BRC 1+	F AAA3; BRC 1+
FIDUCIARIA GNB S. A. (ANTES HSBC FIDUCIARIA S. A.)	Financiero	Contraparte	AA+ CWD	AAA CWN
FONDO DE PENSIONES OBLIGATORIAS PORVENIR ESPECIAL DE RETIRO PROGRAMADO	Financiero	Fondos	F AAA2; BRC 1+ CWD	F AAA2+; BRC 1+ CWD
FORO HIDRICO DE BARRANQUILLA	Público	Capacidad de Pago	E	B+ PN
INSTITUTO FINANCIERO PARA EL DESARROLLO DE SANTANDER - IDESAN	Público	Emisor	BBB-; BRC 2	BBB PN; BRC 2
ENVICARNICOS S.A. ESP	Público	Capacidad de Pago	E	B+
E.S.E. HOSPITAL SAN JUAN DE DIOS DE VALDIVIA	Público	Capacidad de Pago	E	B-
INSTITUTO TECNOLÓGICO PASCUAL BRAVO INSTITUCIÓN UNIVERSITARIA	Público	Capacidad de Pago	E	BB+
AGUAS DEL MAGDALENA E.S.P.	Público	Capacidad de Pago	A-	E

CWN: *CreditWatch* Negativo. CWD: *CreditWatch* en Desarrollo. PN: Perspectiva Negativa. E: sin suficiente información para calificar.  
Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.