

NEWSLETTER SEGUNDO TRIMESTRE DE 2014

RIESGO ECONÓMICO Y SECTORIAL

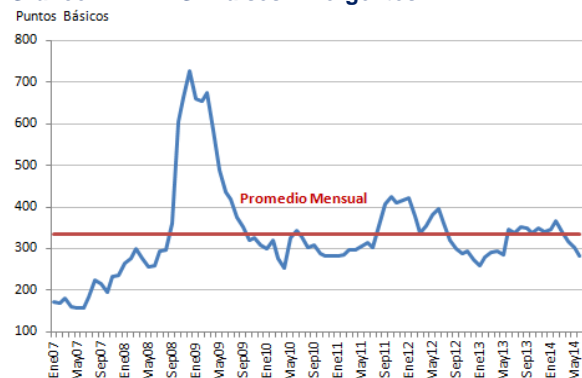
Economía

En condiciones normales un crecimiento económico más lento de lo esperado y la incertidumbre en el plano geopolítico tiende a traducirse en volatilidad y aversión al riesgo en los mercados financieros, lo cual se refleja en mayores diferenciales de riesgo país y reducción de los precios de la renta variable. Sin embargo, en el primer semestre de 2014 se observa todo lo contrario a nivel global, una lenta recuperación de la actividad productiva, pero unos mercados financieros estables, con dinamismo y alto apetito por riesgo (Gráfico 1).

La *Gran Recesión* que inició en 2008 ha ilustrado cómo las crisis dejan efectos permanentes en la economía. Desde 2010 hemos presenciado falsos amaneceres en los que las señales de la economía mundial permiten proyectar una recuperación sostenida, pero los datos posteriores lucen decepcionantes. Así sucedió en el primer trimestre de 2014, cuando se proyectaba un crecimiento mundial de cerca de 3% y fue de 1,3%¹, debido, principalmente, a la contracción en el PIB de Estados Unidos (-2,9%) y a un crecimiento menor a lo esperado en China, las economías de América Latina (con excepción de Colombia) y en algunos países de Europa.

Por su parte, en los mercados financieros el panorama luce muy distinto en 2014, con un aumento sostenido en los precios de la renta variable, sobre todo en las economías desarrolladas, y una importante reducción de los diferenciales de riesgo país (Gráfico 1), lo cual ha favorecido la entrada de flujos de portafolio a las economías emergentes.

Gráfico 1: EMBIG* Países Emergentes



* Índice elaborado por J.P. Morgan que muestra el diferencial de retornos entre la deuda de países emergentes y la de EEUU.
Datos: Banco Central de Reservas del Perú.
Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

¹ Tasas de crecimiento trimestrales anualizadas. Cálculos del Instituto de Finanzas Internacionales.

En este contexto, la amenaza reside en la posibilidad de que se presente una reversión del alto apetito de riesgo de los inversionistas globales, lo que sería especialmente drástico para el financiamiento de los activos más riesgosos, que a nivel internacional corresponden a las economías en desarrollo. El episodio de volatilidad que sobrevino a los anuncios de la FED en 2013 es una muestra representativa de la rapidez con la que la percepción de riesgo puede cambiar y de las amplias consecuencias que ello conlleva.

Un elemento característico del funcionamiento de los mercados financieros es que las expectativas de los individuos interactúan continuamente, motivo por el cual tanto el pesimismo, como el optimismo se contagian y el patrón de comportamiento suele ser de rebaño. De esta manera, los agentes financieros pueden pasar rápidamente de sobredimensionar a subestimar los riesgos. Ante los ajustes de política monetaria en Estados Unidos, entre abril y mayo de 2013, se presentó una amplia volatilidad en los mercados financieros reflejada en el aumento de los diferenciales de riesgo país y, por ende, en la depreciación de las monedas y la desvalorización de los mercados de renta fija de las economías emergentes. Sin embargo, en los meses siguientes los mercados financieros retornaron rápidamente a la calma y, en lo corrido de 2014, han estado en una fase de auge al mostrar un inusual apetito de riesgo, a pesar de las incertidumbres económicas y políticas presentes a nivel mundial.

Si hace un año opinábamos que los mercados financieros habían sobredimensionado en cierta medida los efectos de la normalización monetaria de Estados Unidos (el llamado *overshooting*), hoy pensamos que los inversionistas internacionales pueden estar subestimando los riesgos respecto de: un ajuste en la postura de la FED por mejoras en el frente laboral, la evolución e implicaciones del panorama geopolítico en Asia (medio oriente) y Europa (Rusia y Ucrania) y el lento crecimiento mundial por resultados menores a los esperados en Estados Unidos, Europa y China.

Dentro de cada país las empresas de menor tamaño y los hogares de bajos ingresos componen el segmento de mayor riesgo crediticio, lugar que en el plano internacional lo ocupan las economías emergentes y en desarrollo. Dicho segmento es especialmente vulnerable a los ciclos de los mercados financieros, puesto que recibe amplio financiamiento en periodos de auge, pero bruscas restricciones de recursos en las fases de baja tolerancia al riesgo, lo que puede presentarse con independencia de su condición financiera o macroeconómica. En particular, las economías emergentes con amplios déficit de cuenta corriente financiados con flujos de portafolio o deuda extranjera son las que presentan mayor sensibilidad a los ciclos financieros, puesto que, aún en el caso de contar

con un régimen cambiario flexible para ajustarse a los choques externos, los movimientos bruscos de corto plazo en la tasa de cambio tienen efectos perjudiciales y, a veces, de largo plazo para los sectores vinculados al comercio exterior.

Los cambios en las expectativas de mercado respecto a la política monetaria de Estados Unidos han mostrado ser un determinante de los flujos de portafolio hacia las economías emergentes, especialmente en el mercado de bonos, lo cual hace que este tema se convierta en centro de atención para los analistas. Ahora damos por descontado que en 2015 se presentará el primer incremento de las tasas de interés de la economía americana desde diciembre de 2008, por lo que la pregunta central ha dejado de ser ¿cuándo? y ha pasado a ser ¿con qué velocidad se realizarán los incrementos? ¿en qué magnitud? y ¿a qué nivel llegaría la tasa en el largo plazo?

Como lo anticipábamos, el retiro del programa de liquidez de los Estados Unidos se ha venido realizando paulatinamente y finalizará en octubre de 2014. Aunque se han recuperado los empleos perdidos durante la crisis y la tasa de desempleo sigue reduciéndose (6,1% a junio de 2014), a la economía americana aún le resta para salir de la sombra proyectada por la crisis financiera de 2008, como lo muestran una brecha aún negativa de inflación y las condiciones del mercado laboral².

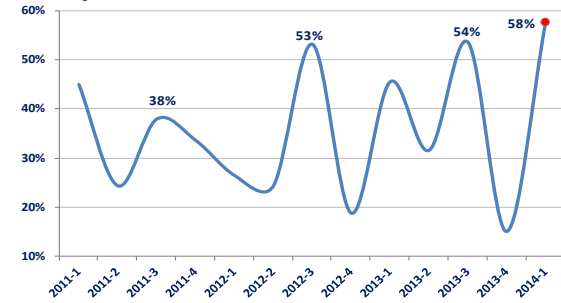
Por su parte, la herramienta de *forward guidance*³ utilizada por la FED para influenciar la formación de las expectativas de los agentes económicos se ha convertido en un arma de doble filo, ya que en un entorno de incertidumbre y cambio mantiene su potencial de generar estrés y confusión en los mercados. De otro lado, también existen cuestionamientos respecto de la forma en que la FED normalizará el tamaño de su balance, que hoy es cerca de cuatro veces lo que era antes de la crisis, debido a la acumulación de activos por la flexibilización cuantitativa.

Colombia mantiene indicadores macroeconómicos que lucen bien frente a la desaceleración de la mayoría de economías emergentes; sin embargo, la vulnerabilidad externa por cuenta de un creciente déficit de cuenta corriente es un factor de riesgo vigente, sobre todo de cara a las tensiones e incertidumbres internacionales y el cambio de la composición de la inversión extranjera hacia una mayor participación de los flujos portafolio (Gráfico 2), que en los últimos meses superan por amplio margen todos registros históricos.

Entre 2013 y el primer trimestre de 2014, el déficit de cuenta corriente respecto al PIB pasó de 3,4% a 4,3% debido a un mayor déficit comercial, que contrasta con los resultados esperados de la implementación de los tratados de libre comercio en el último cuatrienio. Aunque el déficit de cuenta corriente no se financia con deuda sino con inversión extranjera, y eso produce cierto grado de confort,

el hecho de que disminuya la participación de su porción más estable (inversión directa) y aumente la de la porción más volátil (inversión indirecta o de portafolio) genera mayor vulnerabilidad a los choques externos, con independencia de las buenas condiciones macroeconómicas de base.

Gráfico 2: Inversión de Portafolio respecto a Inversión Extranjera Total



Datos: Banco de la República de Colombia.
Cálculos: BRC Investor Services S. A. SCV.

Después de un 2013 marcado por una tendencia de depreciación, la mayor entrada de divisas se ha traducido en una revaluación de la tasa de cambio de 6,6% entre marzo, cuando se hizo el anuncio de JP Morgan, y junio de 2014; comportamiento que se mantendría hasta septiembre-octubre del presente año. En adelante, el aumento de la tasa de interés en Estados Unidos fortalecerá el dólar a nivel mundial y reducirá los flujos de capitales hacia países emergentes, lo que generará una depreciación del peso entre finales de 2014 y 2015.

A pesar de superar las expectativas, la razón por la que la noticia de un crecimiento anual de la producción de 6,4% en el primer trimestre de 2014 es buena y no excelente, es porque es insostenible, ya que supera el crecimiento potencial de largo plazo calculado entre 4,5% y 4,8%. Dicho incremento estuvo basado en el mayor impulso de la actividad de la construcción, los resultados del sector financiero y el aumento de los servicios sociales por el gasto en defensa. El menor crecimiento esperado de la industria (cierres Reficar) y la minería (menor producción de petróleo), y el efecto estadístico del ajuste del crecimiento del PIB de 2013 a 4,7% desde 4,3% generarían un crecimiento económico más moderado en los siguientes trimestres y de cerca de 4,6% al cierre del año.

Por su parte, la tasa de desempleo mantiene una tendencia decreciente y en mayo de 2014 fue de 8,8%, 60 pb menor que la de mayo de 2013. Además, en el último año se observan mejoras significativas en términos de formalidad que coinciden con la eliminación de los parafiscales a partir de la reforma tributaria de 2012.

La brecha de producto se ha cerrado, de hecho registra valores positivos en los últimos cuatro trimestres, y la inflación esperada pasó de converger hacia el objetivo puntual (3,0%) a tender hacia la parte superior del rango meta (3%-4%). Ello, sumado a las presiones que podrían surgir por el Fenómeno del Niño y la reducción del desempleo, fundamentan la expectativa de que la tasa de intervención se incremente hasta llegar a cerca de 4,5% al cierre de 2014, superior al 4,25% proyectado a principios de año.

² Suele referirse a variables como: tasa de participación laboral, trabajo a tiempo parcial y evolución de salarios.

³ Herramienta de política monetaria utilizada por la FED para influir en las expectativas de mercado sobre la tasa de interés, a través de la comunicación de sus propias proyecciones al respecto.

Sector Público

La adecuada gestión administrativa, operativa y financiera le ha permitido a algunas entidades descentralizadas y entes territoriales tener una mejor calidad crediticia y acceder a niveles de calificación más altos. Por esta razón, en los últimos años se observa una dinámica en la que las calificaciones del sector público se distribuyen en un rango más amplio en la escala de calificación, después de haber estado tradicionalmente concentradas en el grado de alto riesgo. En el segundo trimestre de 2014 el 43% de las calificaciones iniciales del sector público se ubicaron en grado de inversión, resultado superior al 29% observado en el primer trimestre.

Ante las apremiantes necesidades fiscales de Colombia algunos agentes de mercado esperaban y recomendaban una nueva reforma tributaria, y rechazaron esta alternativa argumentando que tendría un efecto negativo en la confianza empresarial e inversionista, pero el gobierno optó por una tercera alternativa que resultó sorpresiva: la actualización del Marco Fiscal de Mediano Plazo (MFMP) en junio de 2014, una opción de corto plazo ante un problema estructural, que consiste en justificar un mayor déficit fiscal futuro mediante un supuesto de mayor crecimiento potencial. Las novedades consisten en: 1) entre 2014 y 2021 el déficit del Gobierno Nacional Central ya no será inferior o igual al estructural (sugerido por la regla fiscal), sino superior; 2) en 2014 y 2015 el déficit del Sector Público Consolidado respecto al PIB pasaría de 1,0% a 1,6% y de 0,7% a 1,2%, respectivamente; 3) la producción esperada de petróleo sería menor en 75 kbpd en promedio por año, y 4) las emisiones de TES en 2014 se incrementarán en \$3,8 billones. Esto no implica el incumplimiento de los lineamientos de la regla fiscal, puesto que el PIB potencial fue ajustado por un comité independiente de 4,6% a 4,8% y se supone se mantendrá un brecha de producto negativa hasta 2020, es decir, que en todos estos años la economía crecerá por debajo de su potencial de largo plazo.

Entre 2010 y 2012, el ahorro del Sector Descentralizado fue uno de los rubros que permitió registrar mejoras en el balance fiscal del Sector Público Consolidado, no obstante, dicho superávit se redujo entre 2012 y 2013 al pasar de 2,8% del PIB a 1,4% debido, principalmente, a la mayor ejecución de los recursos de las regalías. **Según los ajustes al MFMP, y como es predecible por el ciclo político, en 2014 las administraciones locales y regionales, en su tercer año de gobierno, aumentarán los gastos para agilizar el cumplimiento de sus planes de desarrollo, en este sentido será relevante que los procesos de contratación y seguimiento a los proyectos se desarrollen de manera adecuada.**

Vale destacar que el nuevo esquema de manejo y distribución de las regalías ha evidenciado que debe fortalecerse la capacidad de las entidades pertenecientes al sector público para formular y ejecutar proyectos de gran tamaño e impacto regional, aspecto en el que nuestros calificados vienen avanzando y que será fundamental para evaluar su gestión operativa y financiera en las próximas revisiones de calificación.

Sector Corporativo

La ampliación de la clase media colombiana, las mejoras observadas en el mercado laboral y el crecimiento económico seguirán favoreciendo el desempeño de los corporativos en 2014, principalmente, en los sectores de comercio y construcción. No obstante, las empresas exportadoras seguirán enfrentando presiones en sus indicadores financieros por cuenta de: 1) un crecimiento económico a escala internacional más lento de lo esperado; 2) la revaluación del tipo de cambio en 2014 y su posible volatilidad ante situaciones de estrés internacional; y 3) los problemas de infraestructura. Respecto a este último punto, en los años 2014 y 2015 la estabilidad jurídica, así como la capacidad del gobierno y del sector público para llevar a cabo 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.

Por su parte, BRC hará seguimiento a las consecuencias que tenga el fenómeno de El Niño en la condición financiera de las empresas del sector eléctrico.

Sector Financiero

Los riesgos macroeconómicos tienen el potencial de materializarse de forma drástica en el sector financiero y con el aumento de los flujos de portafolio hacia Colombia se ha abierto un canal de transmisión de choques externos aún más directo e inmediato, razón por la que un ajuste en el apetito de riesgo a escala internacional tendría efectos negativos de alta envergadura en los portafolios de establecimientos de crédito, aseguradoras y fondos de pensiones y en el nivel de activos administrados en sociedades fiduciarias y comisionistas, en magnitudes que podrían superar lo observado en los episodios de estrés de 2013. En 2014, la reducción de 33% a 14% en la retención en la fuente para las inversiones de extranjeros en renta fija y el cobro de la misma en el momento de recepción de recursos (venta de título o ingreso de intereses) fundamentaron la decisión de JP Morgan de aumentar la ponderación de los títulos de deuda colombiana en sus índices de países emergentes entre mayo y septiembre. Con esto, la participación de los extranjeros en el mercado local de renta fija pública se duplicó entre el cierre de 2013 y julio de 2014, al pasar de 6% a cerca de 12%, comportamiento que podría mantenerse hasta el cierre del año.

Por lo demás, un crecimiento de la cartera que duplica el aumento de la producción (cerca de 11% real en lo corrido de 2014) también se convierte en un factor de seguimiento. Aunque los indicadores de calidad y cubrimiento de los establecimientos de crédito se mantienen y, por ello, BRC no anticipa un cambio notorio en el perfil de riesgo de la industria en 2014, el desempeño de los sectores industrial y agrario, la menor venta de vehículos y la situación de Venezuela son factores que tienen el potencial de afectar a las compañías enfocadas y concentradas en nichos de

mercado, sectores y segmentos de negocio particulares. De igual forma, algunos de los anteriores factores, así como el Fenómeno del Niño, podrían tener incidencia en los indicadores de siniestralidad del sector asegurador, como ha ocurrido en el pasado.

COMPORTAMIENTO DE LAS CALIFICACIONES

Calificaciones Iniciales

En el segundo trimestre de 2014, los sectores público y financiero aportaron, cada uno, el 47% de las calificaciones iniciales y el sector corporativo contribuyó con el 7% restante. Como lo hemos mencionado en anteriores versiones de la *newsletter* de BRC, la baja participación del sector corporativo en las calificaciones iniciales se explica, principalmente, por el reducido número de entidades de este tipo que son emisores recurrentes en el mercado de capitales, lo cual contrasta con lo observado en el sector financiero.

El 73% de las calificaciones iniciales del segundo trimestre de 2014 se ubicaron en grado de inversión y el 23% restante (todas pertenecientes al sector público) en grado de alto riesgo (Tabla 1). Las calificaciones otorgadas en los sectores financiero y corporativo estuvieron fundamentadas, principalmente, en: 1) la posición competitiva del calificado en la(s) industria(s) en la(s) que desarrolla su actividad; 2) la capacidad patrimonial y el apoyo corporativo de los principales accionistas, y 3) en particular para los fondos de inversión, la vulnerabilidad a cambios en las condiciones de mercado de acuerdo con el nivel de exposición a factores de riesgo de crédito y de riesgo de tasa de interés y de liquidez. Por su parte, las calificaciones otorgadas en el sector público se fundamentaron en la evaluación de las herramientas de gestión y planeación de los entes territoriales y entidades descentralizadas, lo cual está directamente relacionado con la calidad de la información financiera como base para la toma de decisiones.

Tabla 1: Calificaciones Iniciales Segundo Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
GRUPO ARGOS S.A.	Corporativo	Emisor	AAA
7A EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS (9A DEL PROGRAMA) DEL PROGRAMA DE EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O BONOS SUBORDINADOS HASTA POR \$5 BILLONES DEL BANCO DE OCCIDENTE	Financiero	Bonos	AAA
FINANCIERA JURISCOOP COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO	Financiero	Emisor	A- BRC 2
CA CREDIFINANCIERA S.A. COMPAÑIA DE FINANCIAMIENTO	Financiero	Emisor	A- BRC 3
PAP DE ECOPETROL ADMINISTRADO POR UNIÓN TEMPORAL SKANDIA - GNB	Financiero	Fondos	F AAA2; BRC 1
PAP DE ECOPETROL ADMINISTRADO POR ECOPENSIONES 2011	Financiero	Fondos	F AAA2; BRC 1+
UNIÓN TEMPORAL OLD MUTUAL SKANDIA - FIDUCIARIA GNB	Financiero	CAP	P AA+
CONSORCIO ECOPENSIONES 2011	Financiero	CAP	P AAA
DISTRITO TURÍSTICO Y CULTURAL DE CARTAGENA DE INDIAS	Público	Capacidad de Pago	A-
PROMOTORA DE VIVIENDA DE RISARALDA - PVR-	Público	Capacidad de Pago	B
EMPRESA MUNICIPAL DE SERVICIOS PÚBLICOS DE CARTAGENA DEL CHAIRÁ - EMSEMPUCAR E.S.P	Público	Capacidad de Pago	B-
EMPRESAS PÚBLICAS DE GARAGOÁ S.A. E.S.P. -EPGA-	Público	Capacidad de Pago	B+
INSTITUTO UNIVERSITARIO DE LA PAZ UNIPAZ-	Público	Capacidad de Pago	B+ PP
CORPORACIÓN AUTÓNOMA REGIONAL DE LOS VALLES DEL SINÚ Y DEL SAN JORGE (CVS)	Público	Capacidad de Pago	BBB
EMPRESA DE TELECOMUNICACIONES DE POYAYAN S.A.E.S.P-EMTEL	Público	Capacidad de Pago	BBB-

CAP: Calidad en la Administración de Portafolios. PP: Perspectiva Positiva.
Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Revisiones de Calificación

De las revisiones de calificación llevadas a cabo en el segundo trimestre de 2014, el 86% fueron revisiones periódicas y el 14% restante revisiones extraordinarias. Las revisiones del sector financiero representaron el 60% del total, seguidas por las del sector corporativo con una participación de 22% y las del sector público con el 18%.

Como se observa en la Tabla 2, en la mayoría de los casos las revisiones extraordinarias del segundo trimestre de 2013 correspondieron a calificaciones que tenían *CreditWatch* o *Perspectiva* y, por ende, una vigilancia cercana 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 Segundo Trimestre

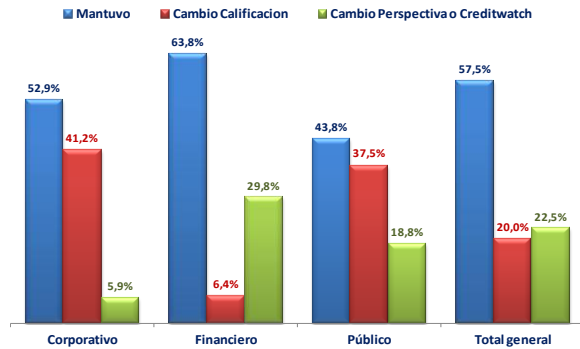
CALIFICADO	SECTOR	TIPO CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2010	Corporativo	Bonos	A+ CWD
PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS	Corporativo	EGP	G aaa
PROGRAMA DE TITULOS PARTICIPATIVOS PATRIMONIO AUTÓNOMO ESTRATEGIAS INMOBILIARIAS	Corporativo	Titularizaciones	i AAA
CFC GMAC	Financiero	Emisor	AA PP: BRC 2+
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN BONOS ORDINARIOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Bonos	AAA CWN
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN BONOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Bonos	AA+ CWN
SEGUNDA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2009 POR \$290.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ CWN
TERCERA EMISIÓN DE BONOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2010 POR \$140.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ CWN
FORO HIDRICO DE BARRANQUILLA	Público	Capacidad de Pago	B+ PN
EMPRESA DE ACUEDUCTO, ALCANTARILLADO Y ASEO DE PUERTO ASIS E.S.P	Público	Capacidad de Pago	B+
INSTITUCIÓN UNIVERSITARIA PASCUAL BRAVO	Público	Capacidad de Pago	BB+

EGP: Eficacia Gestión Portafolios. CWD: *CreditWatch* Desarrollo. CWN: *CreditWatch* Negativo. PP: Perspectiva Positiva. PN: Perspectiva Negativa.
Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

En el segundo trimestre se mantuvo sin modificación el 57,5% del total de las calificaciones revisadas por el Comité Técnico de BRC, el 22,5% tuvieron cambio de Perspectiva o *CreditWatch*⁴ y el 20,0% cambio de calificación (Gráfico 1). Mientras que en los sectores financiero y corporativo se mantuvo el 63,8% y el 52,9% de las calificaciones revisadas, respectivamente, en el sector público se presentó un menor nivel de estabilidad, puesto que las calificaciones sin cambio representaron el 43,8%. Esto se deriva de la mayor variabilidad que tienden a presentar las calificaciones de dicho sector debido a los riesgos inherentes que enfrentan el tipo de entidades que lo conforman.

⁴ 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.

Gráfico 3: Revisiones Calificación Segundo 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 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 Segundo Trimestre

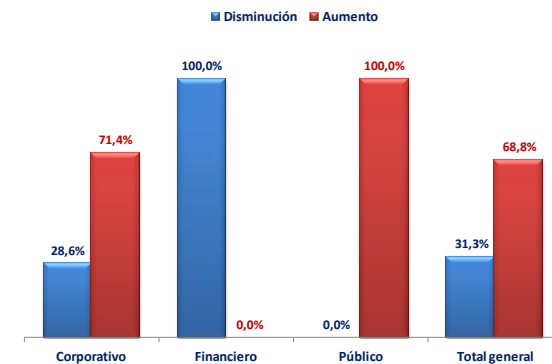
CALIFICADO	SECTOR	TIPO CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
TÍTULOS FIDEICOMISO CONSTRUCLÍNICAS	Corporativo	Titularizaciones	B+	B+ CWN
BANCAMIA S.A.	Financiero	Emisor	AA PN; BRC 1	AA; BRC 1
BANCO FINANDINA S.A.	Financiero	Emisor	AA+ PN; BRC 1+	AA+; BRC 1+
CFC GMAC	Financiero	Emisor	AA PP; BRC 2+	AA; BRC 2+
LEASING BOLÍVAR S.A.	Financiero	Emisor	AA PP; BRC 1	AA; BRC 1
BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Emisor	AAA CWN; BRC 1+	AAA PN; BRC 1+
MÚLTIPLES Y SUCESIVAS EMISIONES DE BONOS ORDINARIOS CON CARGO A UN MONTO TOTAL DE ENDEUDAMIENTO HASTA POR \$400.000 MILLONES BANCO DE LAS MICROFINANZAS	Financiero	Bonos	AA+ PN	AA+
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN BONOS ORDINARIOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Bonos	AAA CWN	AAA PN
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN BONOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Bonos	AA+ CWN	AA+ PN
SEGUNDA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2009 POR \$290.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ CWN	AA+ PN
TERCERA EMISIÓN DE BONOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2010 POR \$140.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ CWN	AA+ PN
FONDO ABIERTO CON PACTO DE PERMANENCIA MINIMA MULTIESCALA	Financiero	Fondos	F AAA2; BRC 1	F AAA2 CWD; BRC 1
FONDO ABIERTO CON PACTO DE PERMANENCIA DAMPLUS RENTA FIJA PESOS	Financiero	Fondos	F AAA4; BRC 1+	F AAA4 CWD; BRC 1+
FONDO ABIERTO INTERÉS DE CORREDORES ASOCIADOS S.A.	Financiero	Fondos	F AAA2+; BRC 1	F AAA2+; BRC 1 CWD
CORREDORES ASOCIADOS	Financiero	CAP	P AA+	P AA+ CWD
EMPRESA DE OBRAS SANITARIAS DE SANTA ROSA DE CABAL EMPOCABAL E.S.P.	Público	Capacidad de Pago	BB+ PN	BB+
TRANSMETRO S. A. S.	Público	Capacidad de Pago	BBB+	BBB+ PN
TERMINAL DE TRANSPORTES POPAYÁN S.A.	Público	Capacidad de Pago	BBB- PP	BBB-

PN: Perspectiva Negativa. PP: Perspectiva Positiva. CWN: CreditWatch Negativo. CWD: CreditWatch en Desarrollo.
Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

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 corporativo y de titularizaciones en el segundo trimestre de 2014. Por su parte, en el sector financiero el 100% de las calificaciones que cambiaron se ajustaron a la baja, debido a que los segmentos de mercado y de negocio en los que se concentraban algunas de las entidades calificadas han mostrado un deterioro, lo cual ha impactado y puede seguir afectando su perfil de riesgo. Finalmente, en el sector público, el 100% de los cambios de calificación fueron aumentos, a raíz de las mejoras observadas en ciertas entidades descentralizadas en términos de capacidad de generación de ingresos y cumplimiento de objetivos estratégicos, lo que han permitido fortalecer su posición financiera. Es importante aclarar que el mencionado porcentaje del sector público se encuentra afectado por las calificaciones que eran E (sin suficiente información para calificar) y que en sentido estricto no constituyen mejoras de calificación.

Gráfico 4: Cambios de Calificación Segundo Trimestre



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Tabla 4: Cambios de Calificación Segundo Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2008-1	Corporativo	Bonos	A+ CWD	AA+ CWN
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2010	Corporativo	Bonos	A+ CWD	AA+ CWN
TIPS PESOS B E-7	Corporativo	Titularizaciones	AA+	AA-
TIPS PESOS MZ E-7	Corporativo	Titularizaciones	A+	BBB+
TIPS PESOS B E-15	Corporativo	Titularizaciones	AA+	AA
TIPS PESOS C E-15	Corporativo	Titularizaciones	A	BBB+
TIPS PESOS MZ E-15	Corporativo	Titularizaciones	A+	A-
BANCO DE OCCIDENTE (PANAMÁ) S.A.	Financiero	Emisor	AA+ BRC 1+	AAA BRC 1+
DANN REGIONAL	Financiero	Emisor	A CWN; BRC 2	A+ CWN; BRC
MACROFINANCIERA S. A. C.F	Financiero	Emisor	A CWN; BRC 2	A; BRC 2+
ENVICARNICOS S.A. ESP	Público	Capacidad de Pago	B+ PN	E
FORO HIDRICO DE BARRANQUILLA	Público	Capacidad de Pago	B+ PN	E
EMPRESA MUNICIPAL DE ACUEDUCTO, ALCANTARILLADO Y ASEO DE FUNZA - EMAAF E. S. P. -	Público	Capacidad de Pago	A	A- PP
UNIVERSIDAD DE PAMPLONA	Público	Capacidad de Pago	BB	BB-
INSTITUCIÓN UNIVERSITARIA PASCUAL BRAVO	Público	Capacidad de Pago	BB+	E
MUNICIPIO DE TULUÁ	Público	Capacidad de Pago	BB+	E

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