

**Matrices de transición y comportamiento del riesgo crediticio
(1998 – 2004)**

Resumen

Las matrices de transición a uno y dos años de las calificaciones de BRC Investor Services, muestran la estabilidad que usualmente debe encontrar en la evaluación de riesgo crediticio empresarial. Esto es una buena prueba de que el método de análisis empleado por la agencia ha servido para observar 'a través del ciclo' que se generó con la peor recesión económica que ha enfrentado Colombia en los últimos cien años.

Las emisiones o los deudores que iniciaron un año con calificación AAA han mantenido una probabilidad de 94 % de terminar el año en el mismo rango y de 96% en un lapso de dos años. El ejercicio sugiere además mejoras en regulación, operación y método de análisis de riesgo.

I. Introducción

La tarea central de las agencias calificadoras de riesgo es la de evaluar el riesgo de que las empresas que contraigan deudas en el mercado incumplan el pago de sus obligaciones financieras. La evaluación de las calificadoras se traduce siempre en un comentario sobre los factores que permiten estimar la probabilidad de que el obligado cumpla puntualmente sus compromisos de pagos en el futuro. El resumen de este trabajo la mayoría de las veces se expresa en una cifra de probabilidad de incumplimiento en un horizonte específico, o en una clasificación ordinal por clases de deuda (unas letras), que siempre se apoya en principios fundamentales de análisis de crédito.

Las calificadoras asocian los patrones de comportamiento financiero de las empresas con la probabilidad de que se mantenga, aumente o disminuya el riesgo de incumplimiento. Así, por ejemplo, pérdidas de liquidez, incrementos rápidos y sostenidos de endeudamiento, caídas en la rentabilidad, se pueden relacionar con incrementos en la probabilidad de incumplir. Algunas de las relaciones entre operación empresarial y riesgo se miden de manera cualitativa. Esto ocurre por ejemplo, con la posición en el mercado, o la calidad de los procesos administrativos. Otras, de manera cuantitativa, como en el caso de los indicadores financieros y del balance. Las letras compilan estas apreciaciones sobre la capacidad crediticia relativa del calificado.

Otra característica de la opinión de las calificadoras está en que deben mirar 'a través de los ciclos' económicos. Esto es, que los ajustes en su evaluación no deberían obedecer a cambios coyunturales, sino a transformaciones de fondo en la estructura financiera de los emisores o de su entorno, que se traduzcan en aumentos o disminuciones en la probabilidad de incumplir sus obligaciones. La experiencia colombiana en la recesión de 1998 – la más severa en el siglo pasado –, sirvió para probar con claridad que ni siquiera tras el deterioro severo en las condiciones de operación, las firmas calificadas dejaron de honrar oportunamente sus compromisos.

Las matrices de transición ayudan a juzgar la precisión de la labor de las calificadoras al evaluar el riesgo de los emisores y facilitan la lectura del comportamiento corporativo en el país. Estas matrices muestran históricamente cuál ha sido la probabilidad que tiene una firma de conservar o modificar hacia arriba o hacia abajo su calificación en un período determinado.

BRC actualiza anualmente un cálculo de sus matrices de transición para analizar la consistencia de sus calificaciones¹. Las matrices de este trabajo, se construyeron únicamente con las calificaciones de deuda de largo plazo y se simplificó la estructura de las mismas para convertir la escala normal de la compañía de más de una docena de escalones (notches) a seis niveles: AAA, AA, A, BBB, BB y D (default). Así, por ejemplo, las calificaciones AA+ o AA- se agruparon en la denominación AA. Con esto, se pueden comparar los resultados de este trabajo con el de calificadoras internacionales.

El ejercicio se realizó empleando datos desde 1998 hasta 2004, que coincide con la época de la mayor recesión económica sufrida por Colombia y su posterior recuperación.

La mayor parte de las calificaciones son elevadas (el 89% de las calificaciones del estudio se encontraban en las categorías A, AA y AAA) por varias razones:

- En Colombia hay un grado importante de auto selección en la emisión de papeles. Esto es, que los emisores potenciales que esperan recibir calificaciones por debajo del límite de A, prefieren no salir al mercado, o de hacerlo, optan por no calificarlas o por no hacer conocer del público la calificación. Estiman que una letra baja les puede cerrar los mercados de algunos inversionistas institucionales, o encarecer la deuda. Por eso, como es apenas natural, no se trata de que no haya empresas con menor calificación, sino que ellas mismas deciden no calificarse. Modificar ese comportamiento es una tarea fundamental para desarrollar el mercado de capitales local.
- La economía colombiana en general y el sector financiero en particular han presentado una mejora importante en los últimos tres años² lo que le ha permitido a varias entidades acceder a calificaciones más elevadas.

La entrada de las entidades descentralizadas, INFIS, municipios y departamentos al mundo de las calificaciones totalidad a la muestra de calificaciones, se van a observar varias inferiores a A con lo que el espectro de calificación se ampliará. El 60% de las empresas que recibieron calificaciones por primera vez en 2005, estuvieron en los rangos de AAA y AA, y el resto, naturalmente, en segmentos inferiores.

La demanda de los fondos de pensiones de papeles calificados por debajo de AA aumentó en estos meses, por efecto del crecimiento de los fondos disponibles para invertir y por la concentración en títulos de deuda pública (TES), que no tendrían riesgo de no pago (default), tienen un elevado riesgo de mercado, esto es, que se pierda cuando se vendan en una crisis.

¹ Un análisis de matrices de transición en el mercado colombiano está en: "Modelando el riesgo de crédito en Colombia: Matrices de transición para la cartera comercial" Zapata Alexander. Apuntes de Banca y Finanzas # 6. 2003. Asobancaria.

² Para más información ver: "Sector Bancario, Consolidación y nuevos desafíos para 2004-2005". www.brc.com.co en la sección Análisis de riesgo sectorial.

II. Matriz de transición anual

La matriz de transición anual promedio muestra la probabilidad histórica de que un emisor cambie o mantenga su calificación dentro de un período de un año. Para construirla, se toman los datos de la calificación al inicio del año y al final del mismo y con ellos se estima una matriz que resume este comportamiento. Al observar la matriz de transición para todos los emisores y las emisiones (Cuadro 1), se encuentra que las calificaciones son bastante estables, en especial en las mejores categorías de la escala. La diagonal de la matriz muestra que emisores que recibieron AAA al inicio del año, presentaron una probabilidad del 94% de estar en el mismo rango al final del año. Los emisores que inician en AA, tuvieron una probabilidad de 90% de mantenerse en la misma clase y los que parten de A, de 68%. Ninguna calificación que estuviera en A o por encima presentó incumplimiento y en todo el período, sólo una empresa calificada incumplió en 1999, el periodo más crítico de la recesión.

La matriz también muestra que hay una mayor probabilidad de aumentar la calificación que de reducirla. Esto se observa en que las probabilidades por debajo de la diagonal son mayores que las de la parte superior de la matriz. Esto obedece al mejoramiento de largo plazo de las condiciones financieras de las empresas en el país, frente a las condiciones de final de los noventa. De hecho, la probabilidad de conservar o aumentar la calificación es de 91%. Este porcentaje se obtiene de dividir el total de empresas que aumentaron o conservaron su calificación, entre el total de empresas calificadas.

Cuadro 1

Matriz de transición anual

Total calificaciones riesgo crediticio y deuda largo plazo³ (promedio 1998 a 2004)

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	94%	6%	0%	0%	0%	0%
AA	3%	90%	5%	2%	0%	0%
A	0%	28%	68%	4%	0%	0%
BBB	0%	0%	26%	47%	16%	11%
BB	0%	0%	33%	33%	33%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

El comportamiento de las calificaciones se puede observar en más detalle cuando se descompone la matriz general del Cuadro 1 en tres sectores: financiero, bonos corporativos y financiamiento estructurado (titularizaciones). La matriz de un año para el sector financiero - que incluye

³ Incluye las calificaciones de deuda de largo plazo de entidades financieras, emisiones estructuradas y no estructuradas de sector real y financiero.

establecimientos de crédito (bancos, CFC y leasing) -, presenta un patrón muy similar al de la matriz total de calificaciones porque las entidades financieras constituyen el mayor volumen de calificaciones de BRC.

Cuadro 2
Matriz de transición anual
Sector financiero (promedio 1998 a 2004)

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	95%	5%	0%	0%	0%	0%
AA	2%	93%	4%	2%	0%	0%
A	0%	28%	67%	5%	0%	0%
BBB	0%	0%	29%	43%	21%	7%
BB	0%	0%	29%	43%	29%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Para estas firmas, la probabilidad de permanecer durante el año en una calificación AAA fue de 95%, en AA de 93% y en A de 67% (Cuadro 2). Es interesante observar que las probabilidades para conservar una calificación de AA y A aumentaron frente a la matriz del año pasado (89% y 65% respectivamente). Esto hace pensar que estas son categorías a las que tienden con mayor frecuencia las entidades del sector financiero colombiano.

Cuadro 3
Matriz de transición anual
Bonos corporativos (promedio 1998 a 2004)

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	93%	7%	0%	0%	0%	0%
AA	4%	89%	4%	3%	0%	0%
A	0%	27%	73%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	100%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	0%	100%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

La matriz de bonos corporativos muestra también una gran estabilidad, por cuanto los porcentajes de probabilidad de conservar la calificación inalterada (las cifras sobre la diagonal) son elevados. El único elemento relevante de movimiento es el que se observa en la posibilidad de aumentar la calificación de A a AA (27%) en el año. Además, con una sola excepción, ninguna calificación de bonos corporativos se redujo más de un escalón y ninguna entró en incumplimiento de pagos que se califica con D.

Resulta interesante comprobar que la estabilidad de estas calificaciones es muy similar a las que se muestran en estudios internacionales. La diagonal para la matriz de transición promedio de un año

en emisiones corporativas sin garantía, reportada por Moody's para el período 1920-2002, fue de 88% (de AAA a AAA), 86% (de AA a AA) y de 86% (de A a A)⁴.

Por último, se estudia el comportamiento de las titularizaciones, que han ganado importancia en el mercado local tanto por la emisión de títulos respaldados en cartera hipotecaria, como por productos agropecuarios. Tienen condiciones muy diferentes de las anteriores por cuanto además de las condiciones financieras del originador su riesgo está determinado por las características del activo subyacente y por los instrumentos financieros colaterales (*credit enhancers*) que modifican su perfil de riesgo. En esta parte del estudio es importante tener en cuenta que el número de observaciones para este tipo de calificaciones es limitado, por lo que un solo cambio en una calificación es significativo para el resultado total.

En cuadro 4 muestra que las titularizaciones calificadas por BRC mantienen una estabilidad importante en los rangos de AAA y AA, pero que algunas se recalificaron a la baja para tomar en consideración el riesgo de la estructura. Para las AAA, hay una probabilidad de 14% de reducir la calificación un 'escalón'. Hay que tener en cuenta que se trata de papeles que en ocasiones los activos subyacentes son bienes agropecuarios (ganado y palma de aceite) que presentan retornos muy volátiles y complicaciones de operación.

Cuadro 4
Matriz de transición anual
Titularizaciones (promedio 1998 a 2004)

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	86%	14%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	75%	25%	0%	0%	0%
A	0%	33%	67%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	50%	50%	0%	50%
BB	0%	0%	100%	0%	0%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Ese fenómeno sirve de lección para nuevas emisiones: la operación es tan importante como la estructura financiera misma.

III. Matrices de transición de dos años

Una forma de hacer más ácida la prueba para las calificaciones de BRC, se puede generar cuando se mira la probabilidad de cambio de las calificaciones en un horizonte de dos años. Esto se hace con matrices de transición bianuales como la del Cuadro 5. Con ellas también se puede observar algunas particularidades de la estructura económica del país.

Cuadro 5

⁴ Moody's Investors Service (febrero 2003) "Default and recovery rates of corporate bond issuers. A statistical review of Moody's ratings performance, 1920 – 2002". Global Credit Research.

Matriz de transición de dos años
Total calificaciones (promedio 1998 a 2004)

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	96%	4%	0%	0%	0%	0%
AA	6%	89%	4%	1%	0%	0%
A	3%	61%	33%	3%	0%	0%
BBB	0%	0%	63%	38%	0%	0%
BB	0%	0%	71%	29%	0%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

En la matriz bianual se encuentra que un emisor calificado AAA tiene una probabilidad de 96% de mantener el mismo rango dos años después y de 4% de caer un ‘escalón’ a AA. Las calificaciones de BRC parecen salir bien libradas de una prueba difícil como la propuesta. En primer término, se observa estabilidad en la permanencia en su nivel inicial de las firmas mejor calificadas.

De otra parte, se encuentra de nuevo que la mayor parte de los movimientos en calificación operaron hacia el alza. Eso también puede interpretarse como señal de tranquilidad para los inversionistas, que deberían encontrar sus intereses bien representados en el sistema de evaluación de la calificadoradora.

Por último, se observa que los cambios en calificaciones se hacen más frecuentes en la medida en que el nivel de la calificación al inicio del período bianual es menor. Esto se aprecia en que la probabilidad de mantener la calificación sin cambio (la cifra sobre la diagonal), se hace menor cuando se desciende desde la parte superior izquierda hacia la inferior derecha de la diagonal.

Al desagregar los resultados por sectores, se encuentra que para el sector financiero, la probabilidad de cambiar de calificación aumenta en el período bianual (Cuadro 6). Mientras la probabilidad de que la calificación aumente en un año fue de 17%, en dos años fue de 38%. Esto, de nuevo, es muestra de la recuperación de este sector.

Cuadro 6
Matriz de transición de dos años
Sector financiero (promedio 1999 a 2004)

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	97%	3%	0%	0%	0%	0%
AA	3%	95%	3%	0%	0%	0%
A	0%	59%	38%	3%	0%	0%
BBB	0%	0%	63%	38%	0%	0%
BB	0%	0%	67%	33%	0%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

La única entidad financiera calificada con D (Default) en la matriz de transición de un año fue intervenida por la Superintendencia Bancaria en junio de 1999, por lo cual no fue incluida en la matriz de 1998 a 2000. Ver Anexo metodológico.

Cuadro 7

**Matriz de transición de dos años
 Bonos corporativos (promedio 1998 a 2004)**

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	93%	7%	0%	0%	0%	0%
AA	9%	88%	0%	2%	0%	0%
A	20%	60%	20%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	0%	0%	0%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

Los bonos corporativos y los títulos respaldados en activos, muestran un comportamiento muy similar al reportado en la matriz de un año (cuadro 7 y 8). Sin embargo, el número de observaciones es limitado por lo que los porcentajes cambian significativamente con variaciones en pocas calificaciones.

Cuadro 8

**Matriz de transición de dos años
 Titularizaciones (promedio 1998 a 2004)**

Promedio	AAA	AA	A	BBB	BB	D
AAA	100%	0%	0%	0%	0%	0%
AA	0%	0%	100%	0%	0%	0%
A	0%	100%	0%	0%	0%	0%
BBB	0%	0%	0%	0%	0%	0%
BB	0%	0%	100%	0%	0%	0%
D	0%	0%	0%	0%	0%	0%

V. Conclusiones

Las matrices de transición a uno y dos años de las calificaciones de BRC Investor Services, muestran la estabilidad que usualmente se debe encontrar en la evaluación de riesgo crediticio de empresas. Esto es una buena prueba de que el método de análisis empleado por la agencia ha servido para ver ‘a través del ciclo’ que se generó con la peor recesión económica que ha enfrentado Colombia en los últimos cien años.

Las emisiones o deudores que inician un año con calificación AAA ha tenido un 94% de probabilidad de terminar el año en el mismo rango y de 96% en un lapso de dos años. En el periodo 2002 – 2004 las calificaciones han presentado aún una mayor estabilidad o tendencia al

alza, debido a que en ese periodo mejoraron las condiciones financieras del sector financiero y el sector real.

En general, en el período 1998-2004, las calificaciones del sector financiero mantuvieron o mejoraron su calificación un ‘escalón’. Los bonos corporativos y las emisiones estructuradas mantuvieron o redujeron su calificación en un ‘escalón’ en igual lapso.

Anexo metodológico

En el estudio se incluyeron todas las calificaciones realizadas por BRC Investor Services (antes BankWatch Ratings) desde 1998. Para el cálculo de las matrices de transición se tomaron sólo las calificaciones de deuda de largo plazo y se incluyeron solamente las de firmas que estuvieron tanto al inicio como al final del período analizado. Se excluyeron entonces las de empresas que se calificaron por primera vez o retiraron su calificación en la mitad de un año o de un período bianual.