

NEWSLETTER CUARTO TRIMESTRE DE 2013

RIESGO ECONÓMICO Y SECTORIAL

Economía

Como estaba previsto, el año 2014 dio inicio con una reducción del programa de liquidez implementado por la Reserva Federal de los Estados Unidos (FED). Quizás a mediados de 2013 pocos analistas preveían la magnitud de los impactos que tendría dicha medida, sobretodo, en las economías emergentes. Según el Banco de Pagos Internacionales¹, la volatilidad de los mercados de valores y divisas a mediados de 2013 fue mayor en las economías emergentes con desbalances externos, financieros y macroeconómicos; en tanto que el episodio de volatilidad al inicio de 2014 fue más pronunciado en los países que enfrentaban incertidumbres políticas y, por ende, mayor riesgo país.

De esta manera, en el año 2014 el panorama internacional se ajusta hacia un estado en el que los países desarrollados recuperan su atractivo como destino de inversión, mientras que, de cara a sus vulnerabilidades externas, fiscales y macroeconómicas, los países emergentes sortean el riesgo que proviene de una salida rápida del programa de la FED y de un incremento de las tasas de interés internacionales antes del segundo semestre de 2015.

En Estados Unidos, después de un largo periodo de desapalancamiento de los hogares y 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 2014². Cada vez más el incremento del PIB recaerá en los hombros del sector privado, el cual ha entrado a reconstruir en un campo abonado por años de estímulo fiscal y monetario.

Por su parte, de la Eurozona provienen sorpresas económicas positivas, por lo que el crecimiento pasaría de -0,4% a 1% entre 2013 y 2014³ y, por primera vez después de la crisis, la calificación de riesgo de algunos bancos españoles empieza a subir. En tanto, los resultados en China serían distintos, puesto que su crecimiento llegaría a una tasa promedio de 7,4%⁴ entre 2014 y 2015, que es muy inferior al 10% promedio anual mostrado entre 2002 y 2013 pero permite mantener las perspectivas respecto a la demanda de bienes primarios en América Latina.

En las economías emergentes de Latinoamérica las condiciones también han sido turbulentas; sin embargo, no se han presentado cambios estructurales o una reversión de las tendencias observadas en los últimos cinco años. En lugar de ello, los efectos de los movimientos de expectativas en torno a la política monetaria en Estados Unidos han generado correcciones y ajustes de distinta magnitud hacia lo que podría llamarse el “riesgo normal” de la región en medio de vientos menos favorables.

Según cifras del Instituto de Finanzas Internacionales⁵, en la medida en que los inversionistas internacionales incorporan los cambios de política monetaria, los flujos de capital hacia América Latina, que se redujeron a mediados de 2013, han ido recuperándose, particularmente en los mercados de deuda, razón por la que se prevé que en los años 2014 y 2015 se mantendrían en niveles similares al observado en 2013, no obstante, caerían como proporción del PIB. Particularmente, 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.

Ante el incremento en la percepción de riesgo en mercados emergentes de la región, los inversionistas minoristas han sido los primeros en salir de sus inversiones, principalmente de portafolio. A diferencia, los inversionistas institucionales, que tienen estrategias más claras de diversificación de riesgo con argumentos adicionales a la tasa de interés, han mantenido 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.

A pesar de la desaceleración del sector minero, los países de la Alianza Pacífico⁶, que son los principales receptores de inversión extranjera directa, tienen una menor exposición a las presiones externas en comparación con economías como Venezuela y Argentina puesto que disponen de marcos de política más estables y orientados al mercado, aún cuando para los gobiernos que los promueven puede generar impopularidad, como sucede en México.

¹ Informe trimestral del Banco de Pagos Internacionales, marzo de 2014.

² Proyecciones del Fondo Monetario Internacional a enero de 2014.

³ Ibid.

⁴ Ibid.

⁵ Flujos de Capital hacia Economías de Mercado Emergentes. Enero de 2014. Instituto de Finanzas Internacionales.

⁶ Colombia, Chile, Perú y México.

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. La flotación cambiaria funciona como un amortiguador automático de choques externos; sin embargo, no evita la volatilidad del tipo de cambio ante los movimientos que puedan tener los flujos de capital internacional.

La proyección de crecimiento económico de la Calificadora para 2013 era de 4%, no obstante, las sorpresas por cuenta del mayor dinamismo de la construcción y la agricultura, principalmente, llevaron la cifra real hacia el 4,3%, que sigue acercándose a la tasa de crecimiento potencial. Ante las señales de desaceleración de la actividad productiva y la inconformidad social en algunas ramas de la actividad agrícola en lo corrido de 2013, el Gobierno Nacional implementó distintas medidas de estímulo tanto transitorias (subsidios), como estructurales (programas de vivienda e infraestructura). 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 sostenidamente contracíclica por parte del sector público.

En línea con la reducción de la brecha de crecimiento y la depreciación de la tasa de cambio, la inflación, que fue de 1,94% anual en 2013, aumentaría a cerca de 2,9% en el año 2014, más cerca de la meta puntual de 3% establecida por el Banco de la República. Por su parte, en un escenario en el que la calidad y el aumento la cartera crediticia se mantienen según lo observado en los últimos meses, y las presiones inflacionarias son manejables, la tasa de intervención de política monetaria se mantendría estable hasta finalizar el primer trimestre de 2014.

Sector Público

El 22% 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 para cumplir con las obligaciones financieras.

En 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. Además, si a esto se suman los problemas de información, que dificultan el desarrollo de un proceso de toma de decisiones eficaz para identificar causas y emplear correctivos, la situación se hace más compleja.

En el año 2014 el marco político de juego de las entidades públicas puede presentar importantes modificaciones, puesto que tienen lugar las elecciones presidenciales y de congreso, lo cual trae nuevamente al debate los temas fiscales, tributarios y regulatorios. Desde finales del año 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 y reforma a las regalías es un escenario probable.

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 del endeudamiento a largo plazo y las perspectivas de crecimiento de algunos mercados externos es menos favorable. Estas circunstancias planean retos importantes en materia de sostenibilidad de los resultados financieros y rentabilización de inversiones.

En el año 2013, los sectores de construcción, agricultura, servicios públicos 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. Así, la financiación y ejecución de la Cuarta Generación de Concesiones en el país será un aspecto de particular atención en los años 2014 y 2015.

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. La dependencia de Estados Unidos a las importaciones netas de petróleo⁷ pasó de 60% en 2005 a 36% en 2013, lo que ha terminado por reflejarse en la balanza

⁷ Dichas dependencia está medida como: importaciones netas de petróleo/consumo total de petróleo.

comercial de Colombia y fundamentaría, en parte, las perspectivas sobrias sobre el crecimiento del sector en los próximos dos años.

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. Aunque la incertidumbre en los mercados internacionales se mantiene, a enero de 2014 se evidencia cierta recuperación de los resultados de los portafolios de inversión hacia los niveles registrados a principios de 2013. Uno de los desafíos para estos vehículos de inversión será volver a vincular los clientes con alta aversión al riesgo que mantienen sus recursos invertidos en cuentas bancarias y CDT para protegerse del riesgo de mercado.

El consistente aumento observado en la cartera de los establecimientos de crédito desde el año 2010, especialmente, en el segmento de consumo y microcrédito, sigue siendo un factor de seguimiento. A diciembre de 2013, el indicador de calidad de cartera por vencimiento fue de 2,83%, porcentaje similar al 2,84% registrado en el mismo mes de 2012. Por su parte, la desaceleración del crecimiento real de las colocaciones a una tasa de 10% promedio en 2013, en comparación con un promedio de 14,5% entre 2011 y 2013, provee cierto grado de alivio, pues -pese a que sigue siendo un ritmo amplio- es más coherente con los avances en términos de empleo y poder adquisitivo de la población colombiana.

Los ajustes en la regulación sobre provisiones han fortalecido los balances de los establecimientos de crédito, de tal forma que se mantienen altas coberturas por vencimiento. BRC no anticipa un cambio notorio en el perfil de riesgo de los establecimientos de crédito; no obstante, existen factores de seguimiento como la contracción 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.

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 se tornaron menos propicias en comparación con lo observado

en 2012. A pesar de lo anterior, el valor de las emisiones al cierre de diciembre de 2013 fue de \$9,26 billones, ligeramente inferior a los \$9,65 billones de 2012. En las emisiones de 2013, el sector financiero presentó la mayor participación con el 46%, seguido del sector real con el 38% y del sector público con el 16%. La cercanía del sector financiero 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.

COMPORTAMIENTO DE LAS CALIFICACIONES

Calificaciones Iniciales

En el cuarto trimestre de 2013, el 47% de las calificaciones iniciales que se realizaron pertenecían al sector público, el 47% al sector financiero y el 6% restante al sector corporativo. Este último porcentaje 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, el importante número de calificaciones iniciales del sector financiero tiene que ver con el enfoque de estrategia hacia la administración de recursos de terceros que vienen implementando algunas comisionistas para diversificar y estabilizar sus fuentes de ingreso, a través de la consolidación de una oferta de instrumentos de inversión más amplia, especializada y con un mayor grado de complementariedad.

La totalidad de las calificaciones iniciales de los sectores corporativo y financiero se ubicaron en grado de inversión, no obstante, las de este último se encuentran distribuidas en todas las escalas entre BBB y AAA, lo que muestra que la concentración en la máxima calificación viene disminuyendo de manera paulatina en los procesos de calificación inicial de BRC. Esto constituye un avance para el mercado de capitales en términos de oportunidades para la diversificación de riesgos, sobretudo, en términos de la exposición a las variables de mercado, en lo que puede observarse una distribución de las calificaciones tanto en grado de inversión como en grado de alto riesgo.

En el sector público el 78% de las calificaciones iniciales se ubicaron en el grado de alto riesgo, lo cual se explica, entre otros factores, por la crisis que enfrenta el sector salud, reflejada de manera particular en los problemas de liquidez y sostenibilidad de los hospitales públicos. No obstante, también se destaca que las calificaciones están en distintas escalas, además, el hecho de que algunas se encuentren en grado de inversión muestra que, pese a los inconvenientes generales que enfrentan las entidades públicas, la adecuada

gestión administrativa, operativa y financiera puede permitir la mitigación de riesgos y fortalecer la capacidad de dichas organizaciones para cumplir con sus obligaciones financieras.

Tabla 1: Calificaciones Iniciales Cuarto Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
BONOS ORDINARIOS CELSIA S.A. E.S.P	Corporativo	Bonos	AA+
6A EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS (8A DEL PROGRAMA) DEL PROGRAMA DE EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O BONOS SUBORDINADOS HASTA POR \$5 BILLONES DEL BANCO DE OCCIDENTE	Financiero	Bonos	AAA
CORREVAL FIDUCIARIA S.A.	Financiero	Contraparte	AAA
COMPARTIMENTO MULTIPLES ACCIONES PLUS DE CASA DE BOLSA MULTIPLES - FONDO POR COMPARTIMIENTOS	Financiero	Eficacia Gestión Portafolios	G aa
FINANCIERA JURISCOOP COOPERATIVA FINANCIERA	Financiero	Emisor	A; BRC 2
COMPARTIMENTO DIVERSIFICADO DE LA CARTERA COLECTIVA ESCALONADA POR COMPARTIMIENTOS PROGRESIÓN RENTAMÁS	Financiero	Fondos	F BBB
COMPARTIMENTO MULTIPLES DEUDA CORPORATIVA DE CASA DE BOLSA MULTIPLES - FONDO POR COMPARTIMIENTOS	Financiero	Fondos	F AAA/4; BRC 1
COMPARTIMENTO MULTIPLES QUIMBAYA DE CASA DE BOLSA MULTIPLES - FONDO POR COMPARTIMIENTOS	Financiero	Fondos	F AAA/4; BRC 1
FONDO ABIERTO FIDUCORREVAL VISTA	Financiero	Fondos	F AAA/2; BRC 2+
COMPANIA MUNDIAL DE SEGUROS S.A.	Financiero	Fortaleza Financiera	AA-
E.S.E. HOSPITAL SAN ANTONIO DE CISNEROS	Público	Capacidad de Pago	B
E.S.E. HOSPITAL SAN JUAN DE DIOS DE VALDIVIA	Público	Capacidad de Pago	B-
EMPRESA DE ACUEDUCTO, ALCANTARILLADO Y ASEO DE PUERTO ASIS E.S.P	Público	Capacidad de Pago	B+
EMPRESAS PÚBLICAS DE URRAO -EPU- E.S.P.	Público	Capacidad de Pago	B+
HOSPITAL FEDERICO LLERAS ACOSTA DE IBAGUE E.S.E	Público	Capacidad de Pago	CCC
PASTO SALUD E.S.E.	Público	Capacidad de Pago	BBB-
PEOPLE CONTACT S.A.S	Público	Capacidad de Pago	BB-
TERMINAL DE TRANSPORTE DE PITALITO S. A.	Público	Capacidad de Pago	BBB-
DEPARTAMENTO DE CHOCO	Público	Capacidad de Pago	B-

Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Revisiones de Calificación

De las revisiones de calificación llevadas a cabo en el cuarto trimestre de 2013, el 91% fueron revisiones periódicas y el 9% restante revisiones extraordinarias. Las revisiones del sector financiero representaron el 70% del total, seguidas por las del sector público con una participación de 18% y las del sector corporativo con el 12%.

En la mayoría de los casos, las revisiones extraordinarias del cuarto trimestre de 2013 correspondieron a calificaciones que tenían *Creditwatch* 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 profundizar la vulnerabilidad del calificado a determinados factores riesgo y debilitar su calidad crediticia.

Los procesos de fusión y adquisición (en algunos casos agresivos), la concentración de los ingresos en determinadas líneas de negocio o mercados en los que se presentan cambios estructurales, y la inestabilidad jurídica y regulatoria a nivel descentralizado son elementos que han afectado y pueden seguir teniendo implicaciones en algunas de las calificaciones a las que BRC viene haciendo seguimiento.

Tabla 2: Revisiones Extraordinarias Cuarto Trimestre

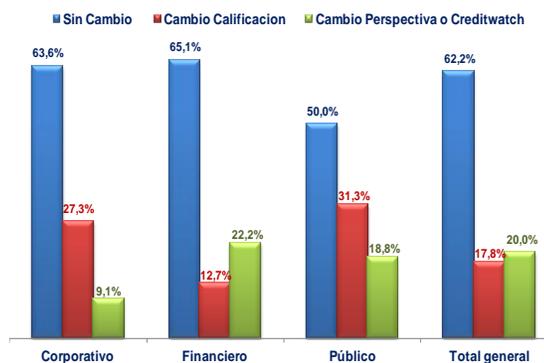
CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTONOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2008-1	Corporativo	Bonos	AA+ PN
BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Emisor	AAA PN; BRC 1+
COMPARTIMENTO PENSIONES III DEL FONDO ABIERTO CON PACTO DE PERMANENCIA POR COMPARTIMIENTOS ATESORAR	Financiero	Fondos	F AA-/3; BRC 2
SEGUNDA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2009 POR \$290.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ PN
TERCERA EMISIÓN DE BONOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2010 POR \$140.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ PN
IFINORTE	Público	Emisor	BB+ PP; BRC 3
INSTITUTO DE FINANCIAMIENTO, PROMOCIÓN Y DESARROLLO DE MANIZALES -INFIMANIZALES	Público	Emisor	A-; BRC 2+
UNIVERSIDAD NACIONAL ABIERTA Y A DISTANCIA - UNAD	Público	Capacidad de Pago	A

PP: Perspectiva Positiva. PN: Perspectiva Negativa.

Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

En el cuarto trimestre se mantuvieron sin modificaciones el 62,2% del total de las calificaciones revisadas por el Comité Técnico de BRC, el 20% tuvieron cambio de Perspectiva o *Creditwatch*⁸ y el 17,8% cambio de calificación (Gráfico 1). Mientras que en los sectores financiero y corporativo se mantuvo el 65,1% y el 63,6% de las calificaciones revisadas, respectivamente, en el sector público se presentó un menor nivel de estabilidad puesto que las calificaciones sin cambio representaron solo 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: Resultado Revisiones Calificación Cuarto 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

⁸ 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.

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: Cambios Perspectiva o Creditwatch Cuarto Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
BONOS ORDINARIOS PATRIMONIO AUTÓNOMO GRUPO FINANCIERO DE INFRAESTRUCTURA 2008-1	Corporativo	Bonos	AA+ PN	AA+ CWD
BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Emisor	AAA; BRC 1+ PN	AAA; BRC 1+ CWN
BANCO DAVIVIENDA	Financiero	Emisor	AAA; BRC 1+	AAA; BRC 1+ CWD
BONOS ORDINARIOS DAVIVIENDA 2009	Financiero	Bonos	AAA	AAA CWD
BONOS SUBORDINADOS DAVIVIENDA 2008	Financiero	Bonos	AA+	AA+ CWD
CARTERA COLECTIVA ABIERTA CON PACTO DE PERMANENCIA MULTIPLEAR ADMINISTRADA POR FIDUCIARIA CORFICOLOMBIANA	Financiero	EGP	G aa- PN	G aa-
CARTERA COLECTIVA ABIERTA SERFINCO ACCIONES (ANTES FV SERFINCO ACCIONES)	Financiero	EGP	G aa PN	G aa
CARTERA COLECTIVA CERRADA PROGRESIÓN LIBRANZAS 2009	Financiero	EGP	G aa-	G aa- CWD
PROCESO DE EMISIONES MÚLTIPLES Y SUCESIVAS DE BONOS ORDINARIOS DAVIVIENDA 2010	Financiero	Bonos	AAA	AAA CWD
PROCESO DE EMISIONES MÚLTIPLES Y SUCESIVAS DE BONOS SUBORDINADOS DAVIVIENDA 2010	Financiero	Bonos	AA+	AA+ CWD
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Bonos	AAA PN	AAA CWN
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA	Financiero	Bonos	AA+ PN	AA+ CWN
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y BONOS SUBORDINADOS DE BANCO DAVIVIENDA S. A. HASTA POR \$6 BILLONES	Financiero	Bonos	AAA	AAA CWD
SEGUNDA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2009 POR \$290.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ PN	AA+ CWN
TERCERA EMISIÓN DE BONOS SUBORDINADOS BANCO CORPBANCA COLOMBIA S. A. 2010 POR \$140.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ PN	AA+ CWN
AREA METROPOLITANA DE BUCARAMANGA	Público	Capacidad de Pago	BB+ PN	BB+ CWD
DEPARTAMENTO DEL ATLÁNTICO	Público	Capacidad de Pago	A+	A+ PN
UNIVERSIDAD PEDAGÓGICA NACIONAL	Público	Capacidad de Pago	BB PP	BB

CWD: Creditwatch en Desarrollo. CWN: Creditwatch Negativo.
 PP: Perspectiva Positiva. PN: Perspectiva Negativa.
 EGP: Eficacia en la Gestión de Portafolios.
 Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

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, la expansión de las entidades financieras colombianas en Centroamérica 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 cual se mantiene vigente en algunos de los procesos que aún no hay concluido pero ha sido descartado en otros que ya finalizaron. Adicional a lo anterior, la reciente desvalorización en los mercados de renta fija entre mayo y junio de 2013 hace parte de las principales razones por las que en el sector financiero se presentaron el mayor número y proporción de los cambios de Perspectiva o Creditwatch durante el cuarto trimestre de 2013, así como en los tres trimestres anteriores.

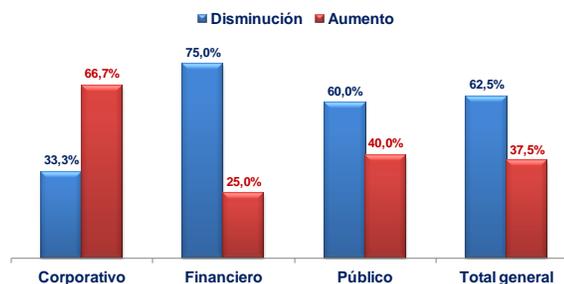
El panorama mundial viene cambiando desde el segundo trimestre de 2013 a partir de la recuperación de Estados Unidos y Europa, el desmonte de los estímulos monetarios no convencionales empleados por la FED y el consecuente retorno de las inversiones a los países desarrollados. Ahora el costo de fondeo en los mercados internacionales se ha encarecido, reforzado por la devaluación de las monedas de países emergentes, y la valorización de los mercados de renta fija y variable se ha revertido con pérdidas significativas para los distintos portafolios de inversión. De cualquier manera, la reciente volatilidad en los mercados financieros ha sido una oportunidad para constatar la consistencia de las estrategias empleadas en los fondos de inversión y su coherencia con el perfil de riesgo definido y la calificación otorgada.

En los sectores corporativo y público el número de cambios de Perspectiva y Creditwatch durante el cuarto trimestre fue muy inferior al observado en el sector financiero y denota potenciales implicaciones tanto positivas como negativas de diversa índole, según el caso en particular. De un lado, la continuidad de las políticas encaminadas a fortalecer la gestión financiera y llevar a cabo inversiones y proyectos estratégicos para la generación de mayores ingresos de carácter recurrente puede fortalecer la capacidad de pago de algunas de las entidades calificadas. En contraste, el desarrollo de actividades en las que no se cuenta con experiencia y la concentración de las fuentes de recursos aparecen dentro de las principales vulnerabilidades de otras entidades.

Cambios de Calificación

Aunque en el sector financiero la proporción de aumentos de calificación fue menor (Gráfico 2), en todos los sectores se modificaron favorablemente el mismo número de calificaciones. Dichas acciones de calificación se fundamentaron en los mejores resultados mostrados por algunas entidades debido a la ejecución de los proyectos propuestos años atrás para mejorar su operación y al compromiso de los accionistas con un crecimiento sostenible, lo cual se manifiesta, entre otros aspectos, a través del fortalecimiento patrimonial. Así mismo, 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 explicaron los aumentos de calificación en el sector corporativo y de titularizaciones.

Gráfico 2: Cambios de Calificación Cuarto Trimestre



Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.

Por su parte, en efecto las coyunturas de mercado y los grandes retos que surgen en industrias cada vez más competitivas permiten evidenciar las diferencias entre los calificados y la consistencia entre su desempeño y el nivel de riesgo relativo que ostentan. Por tal razón, aunque de ninguna manera es deseable que se materialicen situaciones adversas o de estrés, ciertamente estas se convierten en tierra fértil para la actividad de calificación en el sentido de que permiten constatar la capacidad de las entidades e instrumentos calificados para cumplir con lo pactado ante inversionistas, ahorradores, acreedores, clientes y accionistas, según corresponda.

Como muestra de lo anterior, la desvalorización en el mercado de deuda pública y privada entre mayo y julio de 2013, que explicó una parte significativa de las reducciones de calificación en el sector financiero durante el segundo semestre del año, también hizo posible observar la fortaleza que brinda para las entidades administradoras de recursos de terceros contar con un sistema robusto y completo de manejo de riesgo, fuentes de ingreso diversificadas, una amplia oferta productos con instrumentos especializados que se complementen 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.

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 factores de riesgo.

Tabla 4: Cambios de Calificación Cuarto Trimestre

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
TIPS PESOS C E-16	Corporativo	Titularizaciones	BB+	BB
TIPS PESOS MZE-16	Corporativo	Titularizaciones	BBB+	BBB
BONOS CARVAJAL S.A. (ANTES CARVAJAL INTERNACIONAL S.A.)	Corporativo	Bonos	AA	AA+ CWN
CARTERA COLECTIVA ABIERTA POR COMPARTIMENTOS OLIMPIA -COMPARTIMENTO OLIMPIA I-	Financiero	Fondos	F AAA/3 BRC 1	F AAA/2 BRC 1
FIDUCOR	Financiero	CAP	P AA-	P AA CWD
BONOS SUBORDINADOS HSBC COLOMBIA 2005 SERIE A (ANTES BONOS SUBORDINADOS BANISTMO COLOMBIA 2005 SERIE A)	Financiero	Bonos	AA+	AAA CWN
HSBC COLOMBIA S.A.	Financiero	Emisor	AA+; BRC 1+	AAA; BRC 1+
ASESORÍAS E INVERSIONES	Financiero	CAP	P A-	P BBB
CARTERA COLECTIVA ABIERTA MIDAS DE ASESORÍAS E INVERSIONES (ANTES FV MIDAS)	Financiero	Fondos	F AA+/3; BRC 3	F A+/3; BRC 4
COMPARTIMENTO PENSIONES II DEL FONDO ABIERTO CON PACTO DE PERMANENCIA POR COMPARTIMENTOS ATESORAR	Financiero	Fondos	F AA-/3; BRC 2	F AA/3; BRC 2 CWD
FONDO DE PENSIONES VOLUNTARIAS MULTIOPCIÓN OPCIÓN PLAN FUTURO (ANTES FONDO DE PENSIONES VOLUNTARIAS PLAN FUTURO)	Financiero	Fondos	F AAA/2; BRC 1+	F AAA/2+; BRC 1+
E.S.E. BELLOSALUD	Público	Capacidad de Pago	E	CCC
UNIVERSIDAD NACIONAL ABIERTA Y A DISTANCIA - UNAD	Público	Capacidad de Pago	A	E
AGUAS DEL MAGDALENA E.S.P.	Público	Capacidad de Pago	E	A
MUNICIPIO DE TULUÁ	Público	Capacidad de Pago	E	BB+
EMPRESA DE SERVICIOS PÚBLICOS DOMICILIARIOS DE GUARNE E.S.P.	Público	Capacidad de Pago	B+	B

CAP: Calidad en la Administración de Portafolios. CWN: Creditwatch Negativo. CWN: Creditwatch en Desarrollo. PP: Perspectiva Positiva. PN: Perspectiva Negativa.

Fuente: BRC Investor Services S. A. SCV.