

## NEWSLETTER BRC STANDARD & POOR'S

### RIESGO ECONÓMICO

#### Economía

Empieza a gestarse un punto de quiebre en el panorama global para los próximos dos años a partir de los ajustes divergentes de política monetaria de la FED (EEUU), por un lado, y del Banco Central Europeo (BCE) y el Banco de Japón (BoJ), por el otro; los cambios de oferta y demanda en el mercado mundial de energía; así como la heterogeneidad en el desempeño de algunas economías emergentes y maduras.

En años posteriores a la crisis financiera de 2008 fuimos espectadores de dinámicas en las que: 1) las economías maduras intentaban recuperarse, pero casi siempre sin éxito, de la caída producida por la crisis financiera internacional; 2) los precios del petróleo por encima de US\$85 (referencia WTI) desde mediados de 2012 les permitieron a los países productores gozar de buenos términos de intercambio y altos ingresos fiscales y externos; 3) las economías emergentes recibieron parte de la liquidez proveniente de una postura monetaria expansiva, aunque variable en el grado de profundidad y operatividad, por parte de los bancos centrales de Estados Unidos, la Zona Euro y Japón; y 4) relacionado en buena medida con los dos anteriores factores, los países emergentes en general tuvieron un papel preponderante desde 2009 al levantar con fuerza sus economías y mostrar comportamientos relativamente homogéneos por regiones y categorías establecidas para clasificarlos (acrónimos tipo BRICS), lo que llevó a los inversionistas internacionales a tratarlos como un tipo de *asset class*. Sin embargo, las buenas señales de base en la economía americana, principalmente en términos del consumo de los hogares y el mercado laboral, con sus implicaciones de política monetaria; un precio del petróleo que rompió la barrera de US\$80 hacia principios de noviembre (Gráfico 1), con efectos de distinta índole entre productores y consumidores; y el rezago de Brasil y Rusia marcan nuevas tendencias para los emergentes en 2014.

**Gráfico 1: Precio Diario Petróleo WTI (US\$/barril)**



Fuente: EIA.

Estados Unidos ha retomado buena parte del terreno cedido durante la última crisis, lo cual abre el camino para el siguiente paso después de la finalización de la compra de activos por parte de la FED que es aumentar por primera vez la tasa de interés desde el año 2006, lo cual se materializaría a mediados de 2015. Sin embargo, la forma como se normalizará el tamaño del balance de la FED sigue siendo una incógnita de gran importancia, pues es un hecho que tiene el potencial de drenar buena parte de la amplia liquidez que viene circulando en el mercado mundial de capitales.

Con la publicación de nuevos datos económicos favorables sobre empleo y consumo se proyecta una mayor pendiente para la trayectoria que tomaría la tasa de interés de política de la FED. Pero, como ha ocurrido en los últimos meses, para que se mantenga el buen impulso de la economía americana sería favorable que el incremento de la tasa de interés sea muy gradual y que esté alineado en parte con las expectativas del mercado, pues un ajuste desordenado (rápido y por fuera de las expectativas de los agentes financieros) es uno de los principales riesgos tanto para Estados Unidos, particularmente para los sectores financiero (mercado de bonos) y de vivienda, como para la economía global, en especial países emergentes receptores de altos flujos externos de capital.

Antes de la crisis financiera internacional, los *policymakers* luchaban contra la inflación de salarios, pero desde ese entonces es justamente el fenómeno opuesto (estancamiento de salarios y riesgo de deflación) el que se convirtió en el centro de las preocupaciones<sup>1</sup> en los países del G-4<sup>2</sup>. En algunos países la caída en los salarios reales entre 2009 y 2013 se explica por la disminución de la productividad (Inglaterra) y en otros por los ajustes en el costo laboral para mejorar la competitividad (Euro Zona, en particular Grecia y España). Entretanto, la ilusión monetaria parece jugar un papel relevante en el caso de Estados Unidos, puesto que la resistencia de los trabajadores a la reducción de los salarios nominales llevó a que los empleadores los mantuvieran congelados tanto en el periodo de la crisis, como en los años de posterior recuperación, lo cual fue posible, en buena medida, por la persistencia de un desempleo en niveles altos; sin embargo, en el último año este se ha venido acercando al nivel consistente con precios estables<sup>3</sup> al pasar de 7,2% en octubre de 2013 a 5,8% en octubre de 2014. Dicha situación fundamenta nuestra perspectiva de que el estancamiento de los salarios finalizará durante el primer semestre de 2015, lo cual vendría seguido por el incremento en las tasas de interés de la economía.

<sup>1</sup> The Economist: "The Big Freeze", septiembre 6 de 2014.

<sup>2</sup> Estados Unidos, Zona Euro, Inglaterra y Japón.

<sup>3</sup> La tendencia central está estimada entre 5,2% y 5,5%.

De manera adicional, en los próximos meses el consumo en Estados Unidos se vería dinamizado por: 1) la mayor confianza de los consumidores, medida a través del índice de confianza de la Universidad de Michigan, que pasó de 73,2% en octubre de 2013 a 86,9% en octubre de 2014, el nivel más alto desde el comienzo de la crisis; 2) el efecto positivo de la caída del precio del petróleo en el poder de compra; 3) el incremento del precio de la vivienda y el consecuente efecto riqueza que impulsa el gasto de los hogares; y 4) el aumento de la capacidad de consumo futuro derivado del desapalancamiento de los hogares, cuyos *ratios* de servicio de la deuda y obligaciones financieras respecto al ingreso disponible pasaron de máximos de 13,17% y 18,09%, respectivamente, en el cuarto trimestre de 2007 a 9,91% y 15,25% en el segundo trimestre de 2014<sup>4</sup>. En el mismo sentido, la reciente mejora en las utilidades de las empresas americanas y las capitalizaciones realizadas son la base para el consecuente incremento del gasto de capital (inversión), lo que también fundamenta la perspectiva de que seguirán surgiendo continuos brotes de recuperación económica en Estados Unidos, pero aún carentes de alta potencia, pues el crecimiento del PIB se ubicaría en un nivel apenas superior a 2% y a 2,5% en 2014 y 2015, respectivamente, con vientos en contra provenientes de un crecimiento mundial bajo y un dólar más fuerte que puede minar la competitividad.

**La FED y el BCE han utilizado instrumentos de política monetaria no convencionales para reactivar su actividad económica y mitigar el riesgo de deflación, mientras que el BoJ, precursor en su uso, los ha empleado con el propósito de salir de la deflación. Sin embargo, la influencia en los mercados financieros locales e internacionales del banco central de Estados Unidos respecto de sus pares de otros países es preponderante. Por esta razón, la divergencia actual marcada por una FED que concluyó la compra de activos y se embarca a aumentar las tasas de interés, y unos BCE y BoJ que anuncian amplias inyecciones de liquidez puede generar mayor volatilidad (expresada en cambio de expectativas, nerviosismo y posterior cambio de las tasas de interés de mercado) y, a su vez, menor apetito de riesgo desde los niveles actuales que siguen siendo altos. Aunque en términos netos el tamaño conjunto de los balances de los bancos centrales de todas estas economías maduras seguirá creciendo, existen dudas sobre la capacidad del BCE para llevar a cabo intervenciones sostenidas de amplia magnitud y respecto de la eficacia de la liquidez para aumentar las expectativas de inflación y los salarios en Japón y, con ello, generar el deseado rebote inflacionario.**

En Japón los activos del BoJ tienen una representación más alta en el PIB (superior a 45% en 2014) respecto de lo observado en Estados Unidos y la Zona Euro (apenas superior a 20% en 2014), lo cual ilustra la rapidez y escala en la que el BoJ amplía el tamaño de su balance a través de la compra de activos. Sin embargo, tanto el tamaño de la economía americana, de su mercado de capitales y de los activos gestionados por sus entidades financieras, así como la importancia del dólar como medio de cambio y reserva de valor a nivel mundial hacen que los

movimientos de la FED tengan consecuencias mucho más potentes en el contexto internacional, en las economías emergentes e incluso en los propios mercados de la Euro Zona y Japón<sup>5</sup>.

Además, contrario a nuestra perspectiva de recuperación global un poco menos desigual y frágil, es Estados Unidos la única economía del G-4 que en realidad recupera su atractivo como destino de inversión. En particular, la Zona Euro carece de la capacidad suficiente para utilizar el impulso fiscal (aunque las reglas fiscales vienen siendo aplicadas de manera más flexible por algunos países) y al sistema bancario (a pesar del exhaustivo ejercicio para evaluar la calidad de los activos y la capacidad de los establecimientos en términos de capital para hacer frente a condiciones de estrés<sup>6</sup> con el propósito de sobreponerse a los efectos de la crisis financiera, como sí lo hizo Estados Unidos desde 2009.

**Con la compra de activos por parte de los bancos centrales, los inversionistas extranjeros cuentan con la liquidez para realizar nuevas inversiones dentro y fuera de sus países, además, mediante el ajuste de las expectativas, las tasas de interés de los activos de sus economías se mantienen bajas y fomentan la entrada en activos de mayor riesgo. En ambos casos los flujos de capital hacia las economías emergentes se ven favorecidos, sobre todo en América Latina por aquellos provenientes de Estados Unidos a los mercados de deuda<sup>7</sup>. Sin embargo, el balance de la FED ya alcanzó su punto máximo, pues sin compra de activos se encamina a reducirse, además la caída de los precios del petróleo junto con las vulnerabilidades locales de carácter fiscal, externo y macroeconómico podrían dar mayor aliento a los vientos en contra (sin convertirlos en tornados) en lo que resta de 2014 y 2015.**

La ampliación del balance de la FED a raíz de la compra de activos para el estímulo monetario tuvo un efecto que podríamos llamar "proporcional" en algunas economías emergentes mediante los flujos de portafolio, pero modesto (aunque no poco importante) en la propia economía americana, donde los beneficios se han concentrado en ciertos sectores relevantes como financiero y vivienda, lo que, al mismo tiempo, los hace más susceptibles a cambios imprevistos en la política monetaria.

Por su parte, con la caída de los precios del petróleo desde mediados de junio se presenta una transferencia desde los países productores (OPEP, especialmente Rusia y Venezuela) hacia los consumidores (China y Estados Unidos), aunque el efecto neto para el crecimiento de la economía global y la inflación es favorable en el corto plazo. El comportamiento de la

<sup>4</sup> Datos desestacionalizados. Reserva Federal de los Estados Unidos.

<sup>5</sup> Instituto de Finanzas Internacionales: Flujos de Capital a los Mercados Emergentes, octubre de 2014.

<sup>6</sup> Los requerimientos en términos de calidad de activos, capital y mejores estándares de originación, sumados a los niveles aún altos de apalancamiento y a la baja rentabilidad de los bancos de la Zona Euro seguirán pensando en la recuperación del canal crediticio como punto de impulso para el dinamismo de la economía.

<sup>7</sup> En particular, los títulos de renta fija de Latinoamérica tienen una participación de 8% en los bonos internacionales de los inversionistas de Estados Unidos, porcentaje que es más del doble del que presentan las economías emergentes de Europa y Asia.

cotización internacional del petróleo responde a la interacción de varios factores entre los que se encuentran: 1) La menor demanda de países como China y Estados Unidos; en el primer caso, por la desaceleración económica ante los reajustes para fomentar el consumo en lugar de la inversión y por los desbalances en los sectores de vivienda y bancario; y, en el segundo caso, por el incremento de la producción propia de petróleo y otros combustible ligeros como el *shale gas*. En conclusión el tamaño sí importa, a pesar del dinamismo de algunas economías emergentes de Asia, su menor tamaño les imposibilita sustituir la menor demanda de economías más grandes y absorber el exceso de oferta. 2) El incremento de la oferta de países como Libia y Estados Unidos. 3) La reducción de precios utilizada por Arabia Saudita para incrementar su participación de mercado y, de alguna forma, limitar los incentivos para la elaboración de otros combustibles sustitutos del petróleo. 4) La apreciación del dólar en los mercados internacionales.

**Los favorables términos de intercambio que gozaron los países productores de petróleo en América Latina han empezado a revertirse con presiones más marcadas para aquellos con amplios déficits fiscales y dependencia en términos de ingresos fiscales y externos de la cotización de este *commodity*, es el caso de Venezuela y Ecuador, quienes además brindan considerables subsidios al consumo de combustible y tienen mercados de capitales poco profundos, lo que limita la oportunidad de recurrir a ellos para financiar parte del gasto público<sup>8</sup>. Por su parte, el déficit de cuenta corriente de Ecuador y Colombia respecto al PIB es un factor de riesgo para sus economías. En este último caso, aunque financiado con inversión extranjera directa, dicho desbalance externo se mantiene como el principal riesgo de la economía colombiana.**

Dentro de su planeación fiscal de mediano y corto plazo, muchos países productores de petróleo proyectaron precios altos en referencia con el nivel actual (en muchos casos por encima de US\$100), lo cual hace que deban enfrentar ingresos significativamente más bajos de lo esperado. En términos comparativos, Colombia se vería menos afectada frente a otros países de la región como México, Ecuador y Venezuela, ya que tiene un mejor balance fiscal y los ingresos fiscales por concepto de gas y petróleo tienen una menor participación respecto al total de los ingresos del gobierno; sin embargo, las presiones que está enfrentando este último en cumplimiento de la regla fiscal para aumentar el recaudo, ya evidentes con el actual proyecto de reforma tributaria, no son de poca monta y menos en caso de que los bajos precios del petróleo se prologuen más allá de 2015.

**En el corto plazo, para el cierre de 2014 y en 2015, el crecimiento económico de Colombia mantendría parte de su impulso y cerraría alrededor de 4,5%, lo cual ya incorpora una desaceleración desde el segundo semestre del presente año, pero luce favorable de cara a un crecimiento en América Latina cercano a 1% para 2014 y a 2% para 2015.**

A escala sectorial se puede observar un elemento interesante y es que la pérdida de liderazgo del sector de minas y canteras se ha visto compensada por el mayor protagonismo del sector de la construcción. Así, mientras que el primero pasó de un crecimiento de 14,5% en 2011 a 1,7% en el primer semestre de 2014, el segundo lo hizo de 8,2% a 14,2% en el mismo periodo. Aún con la depreciación de la tasa de cambio, en el corto plazo esta dinámica observada en la estructura productiva es difícilmente replicable en el plano del comercio internacional, puesto que no hay otro sector transable de la economía con la capacidad para sustituir en importancia (exportaciones) al sector minero energético, que también fue destino de importantes recursos de inversión extranjera directa en los últimos años. Similar sucede en el plano fiscal pues la modificación actual y futura de la estructura productiva se está haciendo desde sectores de alta tributación hacia sectores de menor tributación.

**En el mercado laboral el balance sigue siendo positivo por la tendencia decreciente del desempleo, cuya tasa en septiembre de 2014 fue de 8,4%, el valor mínimo registrado en este mes en los últimos 14 años. Entretanto, la inflación acumulada a octubre de 3,25% entró a la parte superior del rango meta del Banco de la República y cerraría el año hacia 3,4%; sin embargo, el bajo crecimiento de la economía mundial y de algunos de los socios comerciales harían que el crecimiento del PIB de Colombia se ubicara por debajo del potencial en los dos próximos semestres, por lo que se espera que se reduzcan las presiones de precios. Esta expectativa llevaría al Emisor a mantener la tasa de intervención hacia el cierre del presente año y en el primer semestre de 2015.**

La inflación de alimentos y la transmisión (baja) del incremento de la tasa de cambio hacia el precio de los bienes transables han venido generando aumentos en la inflación total; no obstante, la inflación subyacente (sin alimentos) se mantiene controlada al registrar 2,91% a octubre de 2014, nivel inferior a la meta puntual del Banco de la República.

**El déficit de la cuenta corriente, ahora profundizado por un déficit comercial, seguirá llevando la tasa de cambio hacia niveles más altos al cierre del presente año y en 2015 (entre \$2.200 y \$2.300), evidenciando la marcada tendencia de fortalecimiento del dólar frente a otras divisas. Esto permitiría reducir el déficit comercial en el corto plazo, pero vía un encarecimiento y disminución de las importaciones y no por el camino que desearían transitar los países: incremento de las exportaciones. Esto debido, principalmente, a que la demanda mundial y, en particular, de nuestros principales socios comerciales sigue siendo baja.**

#### Sector Público

Una de las propuestas contenida dentro del proyecto de reforma tributaria que se discute en el Congreso consiste en dejar definitivamente en 9% el CREE, además de crear una sobretasa para dicho impuesto de 4% en 2015, 6% en 2016, 7% en 2017 y 9% en 2018, la cual sería pagada por empresas con utilidades mayores a 800 millones. La aprobación del cambio

<sup>8</sup> Instituto de Finanzas Internacionales. Monitor Económico Global, noviembre de 2014.

propuesto podría traducirse en mayor disponibilidad de recursos de inversión para algunas entidades descentralizadas, especialmente del sector educativo. En general, dicho proyecto de reforma tributaria tiene como propósito aumentar el recaudo en cerca de \$12 billones para cerrar el faltante en el Presupuesto General de la Nación para 2015.

Como es predecible por el ciclo político, en 2014 las administraciones locales y regionales, en su tercer año de gobierno, seguirán aumentando 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.

**En términos de calificación, 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, tanto en grado de inversión, como en grado de alto riesgo; además una buena proporción mantiene estabilidad.** En el tercer trimestre de 2014, el 92,9% de las calificaciones del sector público revisadas por el Comité Técnico de BRC Standard & Poor's se mantuvo sin cambios y el 7,1% fue ajustado al alza, este último porcentaje estuvo representado por el aumento de la calificación de una entidad territorial.

#### **Sector Corporativo**

La desaceleración de la economía no ha sido marcada por el hecho, mencionado anteriormente, de que el liderazgo perdido por el sector de hidrocarburos a raíz de la menor capacidad de producción interna y la caída de la cotización internacional del petróleo, ha sido ganado por el sector de la construcción, cuya participación en el PIB pasó de 6,3% en 2011 a 7,6% en el primer semestre de 2014. Por su parte, los sectores de energía y financiero han mantenido un desempeño estable en 2013 y 2014, lo que se refleja en su participación también estable dentro de los portafolios de inversión que invierten en acciones listadas en la BVC. Sin embargo, aunque la probabilidad de ocurrencia del Fenómeno del Niño ha bajado, se mantiene como un factor que podría generar volatilidad en las empresas del sector energético.

**Un elemento que se puede notar a través de los diferentes sectores es que el tamaño sí importa, pues -aún dentro de sectores de menor dinamismo- las empresas de mayor tamaño tienen las oportunidades de enfrentar coyunturas particulares gracias a los beneficios derivados de su presencia en diferentes geografías y de disponer de una amplia oferta de productos. Por lo general, dichas empresas han**

contado con liquidez y posiciones de mercado que les permiten llevar a cabo procesos locales e internacionales de fusiones y adquisiciones, y una continua innovación en procesos y productos.

La marcada devaluación de la tasa de cambio, 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 al cierre de 2014 y en 2015, 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, y 2) los problemas de infraestructura que están en camino de empezar a resolverse mediante la ejecución de programas como el de la Cuarta Generación de Concesiones.

#### **Sector Financiero**

Entre agosto de 2010 y agosto de 2014, el crecimiento promedio de la cartera y *leasing* de los establecimientos de crédito (EC) ha sido superior a 17%, aunque muestra una leve desaceleración desde 2013. El menor dinamismo está explicado, principalmente, por un ritmo de crecimiento más bajo en consumo, que pasó de un promedio de cerca de 23% entre diciembre de 2010 y diciembre de 2012 a uno de 13% entre 2013 y agosto de 2014, apoyado en el incremento de la cartera vencida que frenó, en parte, las colocaciones. Por segmentos vemos que la cartera y *leasing* comercial continúa representando más del 60% del total de la cartera de los EC y mantiene un buen desempeño en calidad y cubrimiento con 2,4% y 156,3%, respectivamente, a agosto de 2014. Por su parte, en la cartera y *leasing* de consumo, los cinco mayores establecimientos bancarios mostraron un comportamiento disímil desde 2013, en parte, porque algunos ya tenían experiencia previa en este segmento, mientras que otros recién incursionaban.

**En este orden de ideas, aún teniendo en cuenta los brotes de morosidad en el segmento de consumo e incorporando el efecto rezagado de la política monetaria de 2013 en el ritmo de colocaciones futuras y, mediante el efecto base, en los indicadores de calidad de cartera, BRC Standard & Poor's no anticipa un cambio notorio en el perfil crediticio de la industria en lo que resta de 2014 y en 2015.** Una de las razones detrás de esto es que el buen desempeño de los indicadores de calidad y cubrimiento se ha visto fortalecido por los ajustes normativos en términos de capital y provisiones que ha implementado la Superintendencia Financiera con miras a adoptar estándares internacionales, como Basilea III, y generar mecanismos para que el balance de las entidades crediticias pueda enfrentar de mejor manera los ciclos económicos (provisiones contracíclicas, entre otros).

Para el caso de otras industrias del sector financiero colombiano se mantendrán como factores de seguimientos los efectos de: 1) la nueva normatividad sobre constitución de reservas para el sector asegurador (Decreto 2973 de 2013); 2) la

implementación de la Normas Internacionales de Información Financiera (NIIF), en particular en lo referente a la contabilización de inversiones; y 3) la entrada en vigencia de los Decretos 1242 y 1243 de 2013 que supone una serie de cambios en los procesos administrativos y operacionales de los fondos de inversión colectiva.

**COMPORTAMIENTO DE LAS CALIFICACIONES**

**Calificaciones Iniciales**

En el tercer trimestre de 2014, los sectores público, corporativo y financiero representaron el 43%, 36% y 21%, respectivamente, de las calificaciones iniciales. En el sector público la mayor parte fueron calificaciones de entidades descentralizadas, principalmente empresas de servicios públicos. En el sector corporativo y de titularizaciones predominaron las calificaciones correspondientes a títulos de participación inmobiliaria (Tips). Por su parte, en el sector financiero las calificaciones de bonos ordinarios tuvieron la mayor participación. Respecto a este último punto vale mencionar que después del episodio de volatilidad acontecido a mediados de 2013 los mercados han retornado paulatinamente a la calma y ello se ha visto reflejado en mayores emisiones de títulos de deuda privada, que se triplicaron en el tercer trimestre de 2014 (\$4,5 billones por parte de diez entidades) respecto de lo registrado en el mismo periodo de 2013 (\$1,5 billones por tres entidades).

**Tabla 1: Calificaciones Iniciales Tercer Trimestre 2014**

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
TIPS PESOS A N-9	Corporativo	Titularizaciones	AAA
TIPS PESOS B N-9	Corporativo	Titularizaciones	BBB-
TIPS PESOS C N-9	Corporativo	Titularizaciones	CCC
TIPS PESOS MZ N-9	Corporativo	Titularizaciones	B-
PROGRAMA DE EMISIÓN Y COLOCACIÓN DE BONOS ORDINARIOS Y/O PAPELES COMERCIALES DE GRUPO ARGOS S.A.	Corporativo	Bonos	AAA; BRC 1+
EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS BANCO PICHINCHA S. A POR \$200.000 MILLONES	Financiero	Bonos	AA+ PN
PROGRAMA DE BGG 2014 BANCOLDEX	Financiero	Bonos	AAA
PORTAFOLIO DE INVERSIONES DEL FONDO NACIONAL DEL AHORRO CARLOS LLERAS RESTREPO	Financiero	Fondos	F AAA/2; BRC 1
AGUAS DEL NORTE ANTIOQUEÑO S.A. ESP	Público	Capacidad Pago	BB-
CENTRAL DE TRANSPORTES DE TULUÁ	Público	Capacidad Pago	BB-
DISTRITO ESPECIAL DE BUENAVENTURA	Público	Capacidad Pago	BB
EMPRESAS PUBLICAS DE CUNDINAMARCA S.A. ESP (EPC)	Público	Capacidad Pago	BBB-
E.S.E HOSPITAL LA MARIA	Público	Capacidad Pago	E
UNIVERSIDAD DE SUCRE (UNISUCRE)	Público	Capacidad Pago	BB+

PN: Perspectiva Negativa. Fuente: BRC Standard & Poor's.

El 50% de las calificaciones iniciales se ubicaron en grado de inversión y el 50% restante en grado de alto riesgo (Tabla 1). Estos resultados muestran una continuidad en la tendencia que venimos observando en el último año de que las calificaciones se distribuyen de manera más amplia y atomizada en los distintos niveles que conforman la escala de calificación, lo cual es favorable para diversificar los activos disponibles según nivel de riesgo y seguir profundizando el mercado de capitales.

**Revisiones de Calificación**

De las revisiones de calificación llevadas a cabo en el tercer trimestre de 2014, el 79% correspondió a revisiones periódicas y el 21% revisiones extraordinarias. Las revisiones extraordinarias del sector público representaron el 50% del total, seguidas por las del sector corporativo con 38% y el sector financiero con 12%.

**Tabla 2: Revisiones Extraordinarias Tercer Trimestre 2014**

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN
PRIMERA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS DEL FIDEICOMISO ESTACIONES METROLINEA LTDA SERIE A	Corporativo	Bonos	CCC
PRIMERA EMISIÓN DE BONOS ORDINARIOS DEL FIDEICOMISO ESTACIONES METROLINEA LTDA SERIE B	Corporativo	Bonos	CCC
TIPS PESOS A N-9	Corporativo	Titularizaciones	AAA
TIPS PESOS B N-9	Corporativo	Titularizaciones	BBB
TIPS PESOS C N-9	Corporativo	Titularizaciones	CCC
TIPS PESOS MZ N-9	Corporativo	Titularizaciones	BB-
BANCO PICHINCHA S. A.	Financiero	Emisor	AA+; BRC 1+ PN
CARTERA COLECTIVA ABIERTA	Financiero	Fondos	F AAA/3; BRC 1
INSTITUTO FINANCIERO PARA EL DESARROLLO DE SANTANDER - IDESAN	Público	Emisor	BBB-; BRC 2
FORO HIDRICO DE BARRANQUILLA	Público	Capacidad Pago	B+
CORPORACION AUTONOMA REGIONAL DE SANTANDER GAS DE SANTANDER	Público	Capacidad Pago	BB+ CWN
E.S.E HOSPITAL MARIA AUXILIADORA	Público	Capacidad Pago	E
EMPRESA DE SERVICIOS PUBLICOS DOMICILIARIOS DEL MUNICIPIO DEL CARMEN DE VIBORAL - LA CIMARRONA	Público	Capacidad Pago	BB
DEPARTAMENTO DE CHOCHO	Público	Capacidad Pago	E
UNIDAD CENTRAL DEL VALLE DEL CAUCA - UCEVA	Público	Capacidad Pago	B+
HOSPITAL UNIVERSITARIO DEPARTAMENTAL DE NARIÑO E.S.E.	Público	Capacidad Pago	BBB

PN: Perspectiva Negativa. CWN: CreditWatch Negativo. Fuente: BRC Standard & Poor's.

**Cambios de Calificación**

Del total de las calificaciones revisadas, el 73,2% se mantuvo sin modificación, el 15,5% subió y el 11,3% bajó (Gráfico 2).

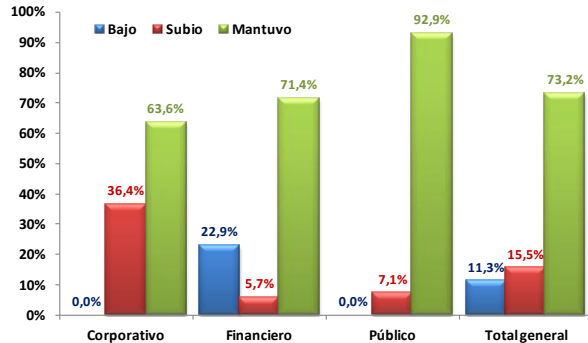
**Tabla 3: Cambios de Calificación Tercer Trimestre 2014**

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
DISTRITO DE BARRANQUILLA	Público	Capacidad Pago	AA-	A
TIPS PESOS MZ E-12	Corporativo	Titularizaciones	AA	A
TIPS PESOS B N-9	Corporativo	Titularizaciones	BBB	BBB-
TIPS PESOS MZ N-9	Corporativo	Titularizaciones	BB-	B-
TIPS PESOS B E-5	Corporativo	Titularizaciones	AA+	AA-
TIPS PESOS B E-9	Corporativo	Titularizaciones	AAA	AA+
TIPS PESOS MZ E-5	Corporativo	Titularizaciones	A-	BBB-
TIPS PESOS MZ E-9	Corporativo	Titularizaciones	AA-	A+
FONDO ABIERTO CON PACTO DE PERMANENCIA BTG PACTUAL RENTA FIJA COLOMBIA	Financiero	Fondos	F AAA/5; BRC 1	F AAA/4; BRC 1
CARTERA COLECTIVA ABIERTA HELM VALOR -POR HELM COMISIONISTA DE BOLSA S.A.	Financiero	Fondos	F AAA/2+; BRC 1	F AAA/2; BRC 1 CWD
CARTERA COLECTIVA ABIERTA FIDULIQUIDEZ, ADMINISTRADA POR FIDUCIARIA POPULAR S.A.	Financiero	Fondos	F AAA/3; BRC 1	F AAA/3; BRC 1+
CARTERA COLECTIVA ABIERTA FONVAL	Financiero	Fondos	F AAA/2+; BRC 1	F AAA/1; BRC 1
CARTERA COLECTIVA ABIERTA CON PACTO DE PERMANENCIA FONVAL CDIT	Financiero	Fondos	F AAA/3; BRC 1	F AAA/2; BRC 1
FONDO DE INVERSION ABIERTO RENTAR 30	Financiero	Fondos	F AAA/2; BRC 1	BRC 1+
LA EQUIDAD SEGUROS DE VIDA O.C.	Financiero	Fortaleza Financiera	A- CWN	A+
LA EQUIDAD SEGUROS GENERALES O.C.	Financiero	Fortaleza Financiera	A- CWN	A+ PN
BTG PACTUAL COLOMBIA S.A.	Financiero	CAP	P AA+	P AA/CWP
FIDUCIARIA POPULAR S.A.	Financiero	CAP	P AA+	P AAA

CAP: Calidad en la Administración de Portafolios. CWN: CreditWatch Negativo. CWD: CreditWatch en Desarrollo. PN: Perspectiva Negativa. Fuente: BRC Standard & Poor's.

A nivel sectorial se observan diferencias y un panorama poco usual, pues el sector público presenta una alta estabilidad (92,9%), mientras que los sectores corporativo y financiero muestran un mayor porcentaje de cambios de calificación, los cuales fueron en su totalidad al alza, para el primero, y en su mayoría a la baja, para el segundo.

Gráfico 2: Revisiones Calificación Tercer Trimestre 2014



Fuente: BRC Standard & Poor's.

El aumento en las calificaciones de los Tips explica la totalidad de las alzas en el sector corporativo y de titularizaciones, comportamiento que obedece a la mayor cobertura del activo subyacente (representado en los créditos hipotecarios que componen el portafolio) respecto del valor de la titularización, lo que aumenta la capacidad de las diferentes series de soportar un mayor nivel de incumplimiento (morosidad) y de prepago antes de entrar en default.

En el sector financiero los aumentos de calificación respondieron a: 1) el fortalecimiento de la calidad en la administración de portafolios de una de las sociedades comisionistas de bolsa con mayor participación de mercado por activos administrados en la industria y 2) a la consistencia mostrada por uno de los fondos colectivos de inversión calificados en el uso de un modelo de gestión conservador, lo que le ha permitido tener una menor exposición al riesgo de mercado y liquidez. Por su parte, las bajas de calificación se dieron en diversos tipos de calificaciones, desde Riesgo de Mercado (Fondos) y Riesgo Administrativo y Operacional (Fondos), hasta Fortaleza Financiera y Calidad en la Administración de Portafolios (CAP). Por un lado, el efecto del ajuste a la baja en la calificación de CAP de una sociedad fiduciaria se vio profundizado por la consecuente disminución en las calificaciones de Riesgo Administrativo y Operacional de los fondos de inversión colectiva que administra, también calificados por BRC Standard & Poor's; en este caso, el fundamento de la acción de calificación fue el relativo rezago de dicha sociedad fiduciaria frente a sus pares tanto en la aplicación de los más altos estándares de la industria en la gestión de portafolios, como en el nivel de integración con su matriz, lo que en un entorno altamente competitivo y con presencia de jugadores internacionales afecta el posicionamiento en el sector y puede generar presiones sobre los resultados financieros.

De otro lado, las calificaciones de Riesgo de Mercado de algunos fondos de inversión colectiva fueron ajustadas a la baja ante aumentos en los indicadores de duración, lo cual aumenta la exposición ante cambios en la tasa de interés de mercado. Por último, la reducción de las calificaciones de fortaleza financiera de dos entidades del sector asegurador se fundamentó, principalmente, en las perspectivas sobre los efectos de la nueva normatividad sobre constitución de reservas conjugadas con el comportamiento de variables claves del negocio.

**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 el Calificado. Una Perspectiva indica que la calificación puede cambiar o mantenerse en un periodo de uno a dos años y puede ser Positiva o Negativa.

Las calificaciones que tuvieron cambio de Perspectiva o CreditWatch en el tercer trimestre del presente año son las siguientes:

Tabla 4: Perspectiva o CreditWatch Tercer Trimestre 2014

CALIFICADO	SECTOR	TIPO DE CALIFICACIÓN	CALIFICACIÓN ACTUAL	CALIFICACIÓN ANTERIOR
TIPS PESOS C N-6	Corporativo	Titularizaciones	BB+ CWN	BB+
BONOS ORDINARIOS CFC GIROS Y FINANZAS S.A.	Financiero	Bonos	AA- PN	AA- CWN
CFC GIROS Y FINANZAS S.A.	Financiero	Emisor	AA- PN; BRC 1	AA- CWN; BRC 1
LEASING CORFICOLOMBIANA S.A.	Financiero	Emisor	AAA PN; BRC 1+	AAA; BRC 1+
BANCO PICHINCHA S. A.	Financiero	Emisor	AA+ PN; BRC 1+	AA+; BRC 1+
FORO HIDRICO DE	Público	Capacidad Pago	B+	B+ PN
CORPORACION AUTONOMA REGIONAL DE SANTANDER GAS DE SANTANDER	Público	Capacidad Pago	BB+ CWN	BB+ PN
ÁREA METROPOLITANA DE BARRANQUILLA	Público	Capacidad Pago	BBB- PN	BBB-

Fuente: BRC Standard & Poor's.