

## INFORMATIVO TRIMESTRAL LATINOAMERICANO

SOBERANO • BANCOS • CORPORACIONES • FINANCIAMIENTO ESTRUCTURADO • FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS

### CLASIFICACIONES DE BANCOS LATINO-AMERICANOS: REVISIÓN 2004 Y PERSPECTIVAS 2005

*Gustavo Lopez, Nueva York*

A diferencia de los años 2002 y 2003, las clasificaciones de bancos Latinoamericanos del 2004 se mantuvieron muy estables, mostrando una tendencia general positiva. Mientras que en el año 2003 las bajas a las clasificaciones en moneda extranjera a largo plazo (MELP) superaron las alzas en 72:52, esta tendencia se revirtió hasta un

promedio mucho más beneficioso de 6:31 en el año 2004. Lo mismo se puede decir acerca de las clasificaciones individuales, cuyo promedio de bajas contra alzas fue de 18:11 en el año 2003, pero de 0:6 en el 2004. De manera similar, las clasificaciones en moneda local a largo plazo (MLLP) registraron 43 alzas en el 2004, sin anotar ni una baja en el mismo

*vea Clasificaciones de Bancos en página 2*

### CRECIMIENTO DEL SECTOR FERROVIARIO BRASILEÑO: PERSPECTIVAS POSITIVAS PARA LAS PRINCIPALES VÍAS FERROVIARIAS

*Gisele Paolino y Ricardo Carvalho, Rio de Janeiro; y Anita Saha, Chicago*

El sector ferroviario de Brasil ha progresado considerablemente durante la década pasada y las perspectivas siguen siendo positivas. La privatización de la red ferroviaria brasilera brindó al sector un mejor acceso al financiamiento. Como resultado de lo anterior, las compañías ferroviarias pudieron realizar inversiones

muy necesarias en infraestructura y tecnología, lo que llevó a un gradual aumento en las capacidades de transporte de carga. La mejora en las instalaciones y el mayor volumen de carga que transportan las vías brasileras permitieron que el sector generara mayores ganancias operacionales.

El caída del sector ferroviario brasilero comenzó a mediados del siglo pasado debido a la inhabilidad del gobierno, como propietario y operador del sistema, para realizar las inversiones necesarias con el fin de mantener al transporte ferroviario como una opción viable dentro de la matriz de transporte del país. A mediados de la década de 1920, Brasil comenzó a construir grandes carreteras para servir

*vea Sector Ferroviario Brasilero en página 3*

[www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)

#### EN ESTA EDICION

Clasificaciones de Bancos Latino-Americanos: Revisión 2004 y Perspectivas 2005.....1

Crecimiento del Sector Ferroviario Brasilero: Perspectivas Positivas Para Las Principales Vías Ferroviarias .....1

Securitización de Carreteras con Peaje: Ejemplo para el Desarrollo de Infraestructura en México.....6

Finanzas Estructuradas en Argentina: Revisión 2004 y Perspectivas para el 2005.....9

Prepagos Hipotecarios en el Mercado Local de Chile .....10

Sector Asegurador Venezolano: ¿Un Oasis dentro de la Inestabilidad Política y Económica?.....12

Clasificaciones del Sector Seguros de Centroamérica: Evolución Reciente y Perspectivas.....15

Fitch Mejora a Categoría B+ Clasificación Soberana de Uruguay.....17

Abril 2005 • Volumen 4 • Tomo 2

#### LINKS DE INTERÉS

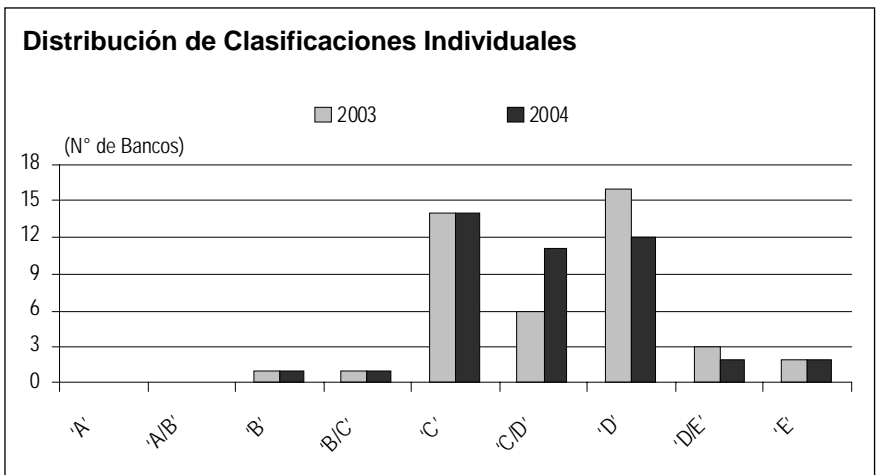
- [Fitch Ratings Argentina](#)
- [Fitch Ratings Bolivia](#)
- [Fitch Ratings Brasil](#)
- [Fitch Ratings Centroamérica](#)
- [Fitch Ratings Chile](#)
- [Fitch Ratings República Dominicana](#)
- [Fitch Ratings México](#)
- [Fitch Ratings Venezuela](#)

**Envíe sus comentarios, sugerencias o ideas a:**

Sheila Robinson, Senior Director  
[sheila.robinson@fitchratings.com](mailto:sheila.robinson@fitchratings.com)

CLASIFICACIONES DE BANCOS

viene de página 1



año. Al observar estas cifras, no se debiera olvidar que las clasificaciones de algunos bancos cambiaron en más de una *notch* a la vez, aunque los índices antes mencionados consideran la cantidad total de *notches* que se incluye en el cambio, ya sea que hayan sido producto de una o varias *Rating Actions*. A pesar de estos positivos cambios de clasificación, el banco Latinoamericano promedio se mantiene con una clasificación relativamente baja, en BB- para categoría MELP, BB+ para categoría MLLP y clasificación individual de C/D.

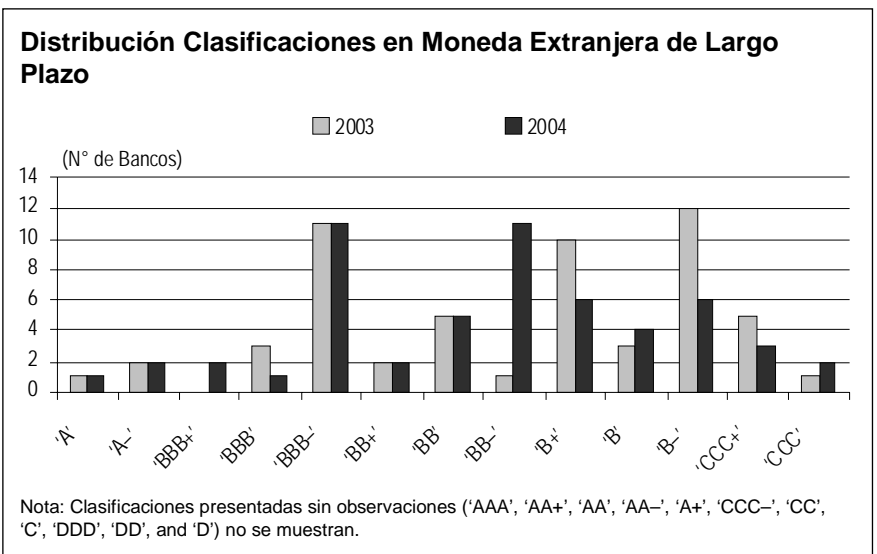
En el informe de Fitch Research "Latin

American Bank Ratings: As good as it gets?" del 11 de enero de 2005 (disponible en la página web de Fitch Ratings [www.fitchratings.com](http://www.fitchratings.com)), Fitch examinó los cambios en las clasificaciones de las escalas de MELP, MLLP y clasificaciones individuales de los bancos Latinoamericanos en el año 2004. En el informe se analizan los cambios de clasificación de 49 bancos comerciales y/o de ahorros, cuatro bancos de desarrollo y tres bancos supranacionales con operaciones en Latinoamérica durante el período que va desde fines del 2003 hasta fines del 2004. Los bancos que se

incluyeron en el análisis fueron instituciones propiedad de entidades locales o extranjeras con operaciones en Brasil, Chile, Colombia, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, México, Panamá, Perú, Uruguay y Venezuela, así como tres bancos supranacionales con operaciones en varios países de la región. Durante el año 2004, se registraron 56 bancos con clasificaciones MELP, 43 con clasificaciones individuales y 32 con clasificaciones MLLP vigentes para todo el periodo.

Como es generalmente el caso con las instituciones más grandes o con mejor desempeño de un país, es difícil para ellas diferenciarse de las tendencias presentes en el ambiente general en el que operan. En el año 2004, los cambios en las clasificaciones de los bancos se vieron impulsados principalmente por el estado del ambiente económico, político o bancario. Solo cuatro de los 37 cambios de clasificación para MELP (medidos en *notches*; por ejemplo, una baja de dos *notches* equivale a dos bajas) efectuados en el año 2004 no se relacionaron directamente con acciones soberanas ni con mejoras en el ambiente operacional. Tras producirse acciones soberanas, Fitch subió las clasificaciones de MELP de bancos con operaciones en Brasil, Ecuador, Uruguay y Venezuela. Al contrario, las clasificaciones en MELP de algunos bancos dominicanos bajaron en dos *notches* tras registrarse bajas en el soberano. Las seis alzas en clasificaciones individuales registradas en el año 2004 (no se registraron bajas) se asignaron principalmente a bancos Venezolanos, como reconocimiento al desempeño consistente de algunos bancos, pero también considerando una relativa mejora de un ambiente que aún está a prueba.

Como resultado de los cambios antes mencionados, el promedio de las clasificaciones MELP y de las clasificaciones individuales para la región hacia fines del 2004 fue de BB- y C/D, respectivamente. Como reflejo de las marcadas diferencias en la calidad

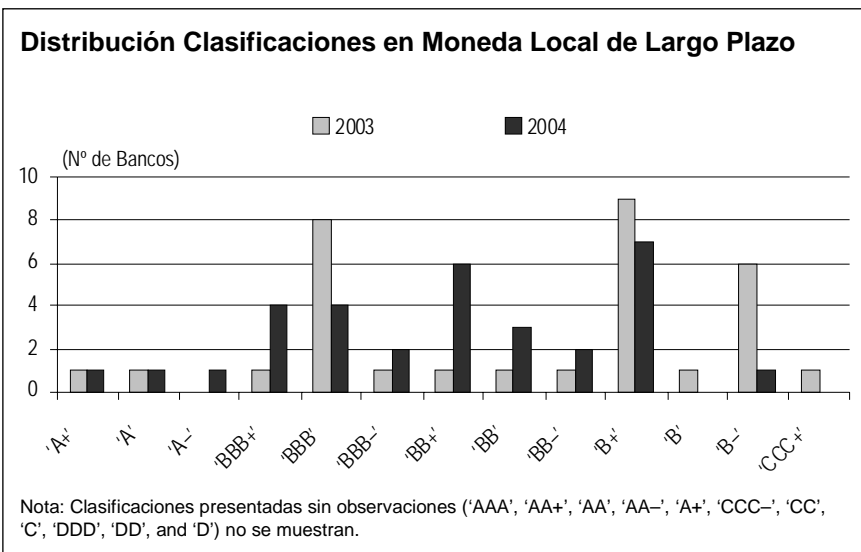


Nota: Clasificaciones presentadas sin observaciones ('AAA', 'AA+', 'AA', 'AA-', 'A+', 'CCC-', 'CC', 'C', 'DDD', 'DD', and 'D') no se muestran.

vea Clasificaciones de Bancos en página 3

CLASIFICACIONES DE BANCOS

viene de página 2



crediticia soberana y la calidad del ambiente operativo, las clasificaciones en Latinoamérica están más bien dispersas, ya que van desde A hasta CCC en la escala MELP y desde B a E en la escala de clasificaciones individuales (*ver tablas*). Aunque el promedio de los niveles de clasificación es igual al visto a fines del año 2003, la media de la clasificación en MELP mejoró desde B+ a BB-. La media de la clasificación individual se mantuvo sin cambios en C/D durante el mismo período.

En el año 2004, Fitch mantuvo clasificaciones en MLLP vigentes para 32 bancos. Como resultado del cambio en la metodología de Fitch para asignar

clasificaciones en MLLP, publicado el 22 de junio de 2004 ("[Rating banks above the local currency sovereign rating](#)"), las clasificaciones en MLLP de los bancos de Latinoamérica recibieron 18 alzas durante el año tanto en Brasil como en México. Otras 24 alzas adicionales fueron el resultado de cambios en las clasificaciones soberanas. Solo el alza del 26 de abril de 2004 de Corpbanca de Chile (de BBB a BBB+) no tuvo relación con el cambio en la metodología ni con las alzas de soberanos. No se registraron bajas de clasificaciones en MLLP en el año 2004. Como resultado de los cambios de clasificación antes mencionados, el promedio de la clasificaciones MLLP de la región para fines del año 2004 fue de

BB+, lo que marca un aumento desde el BB registrado a fines del 2003. Para fines del 2004, las clasificaciones en MLLP de la región iban desde A+ a B- (*ver cuadro*). La media para clasificaciones en MLLP mejoró enormemente durante el año, alcanzando BB+ desde B+ a fines de 2003.

Perspectivas para el 2005

En general, las perspectivas para las clasificaciones de bancos Latinoamericanos aparecen de neutrales a positivas para el año 2005, en particular debido a que se espera que varias de las economías de la región sostengan su mejorado desempeño. Sin embargo, existen algunos bancos en la región cuyas clasificaciones tienen asignadas Rating Watch Negativo o Outlook Negativo, y que se encuentran bajo presión debido a diferentes factores internos y/o externos, y es posible que se efectúen *Rating Actions* que reflejen el deterioro de su calidad de crédito si esto ocurriera. Por otro lado, las proyecciones macroeconómicas más estables debieran resultar en una menor volatilidad en las clasificaciones bancarias para el año 2005. Respecto a esto, se debe destacar que debido a que la mayoría de los bancos clasificados internacionalmente por Fitch se encuentran entre las instituciones más grandes y con los mejores desempeños en sus respectivos países (con clasificaciones iguales o a veces limitadas por la clasificación soberana), existe una fuerte correlación entre las clasificaciones soberanas y las del sector bancario. ■

SECTOR FERROVIARIO BRASILEIRO

viene de página 1

como opción de transporte. Hacia los años '50s, con el establecimiento de la industria automotriz local en Brasil, el transporte en automóvil y camión por las autopistas había florecido y alcanzaba niveles importantes. Estos factores contribuyeron a la caída en la demanda por los servicios ferroviarios y al cierre de algunas vías férreas. La industria experimentó pérdidas que llevaron al

gobierno federal a comenzar con la privatización de compañías ferroviarias, tales como Rede Ferroviária Federal S.A. (RFFSA) en el año 1996. Los compradores de las concesiones ferroviarias fueron principalmente compañías relacionadas con las industrias de la minería y el acero, que dependían de los servicios de transporte en tren para mantenerse competitivos dentro de sus

respectivos negocios.

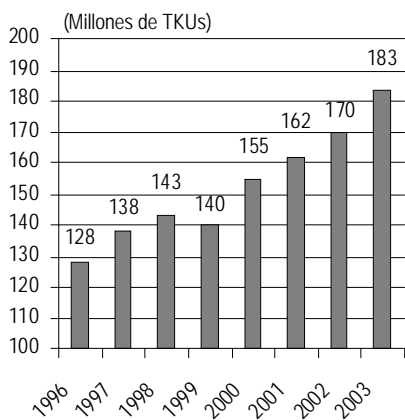
La transferencia del control de las vías férreas al sector privado provocó el surgimiento de proyectos de desarrollo y facilitó el acceso a nuevas opciones de financiamiento de fuentes internas y terceras partes. A lo largo de los siete años entre 1996 y 2003, la industria invirtió aproximadamente BR\$5.500 millones en

*ver Sector Ferroviario Brasileiro en página 4*

**SECTOR FERROVIARIO BRASILEIRO**

viene de página 3

**Productividad Vías Férreas de Brasil (Años al 31 dic.)**



TKUs – Toneladas por kilómetro útil.  
Fuente: Agência Nacional de Transporte Terrestre.

mejoras generales de infraestructura. Estrada de Ferro Vitória a Minas (EFVM) invirtió BR\$1.300 millones, la mayor inversión efectuada por cualquier compañía ferroviaria durante el periodo. Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) es propietaria en un 100% de EFVM; CVRD es el mayor productor y exportador de mineral de hierro del mundo. Otras compañías que también efectuaron inversiones importantes son MRS Logística S.A. (MRS) y América Latina Logística do Brasil S.A. (ALL). MRS transporta principalmente mineral de hierro y es en parte propiedad de CVRD. ALL transporta principalmente porotos de soya y sus derivados. Las inversiones de MRS totalizaron BR\$849 millones, y las inversiones de ALL totalizaron BR\$644 millones. Según la Asociación Nacional de Transporte Ferroviario (Associação Nacional de Transportes Ferroviários), se espera que el sector privado invierta BR\$7.100 millones en las vías ferroviarias brasileras en los próximos cuatro años.

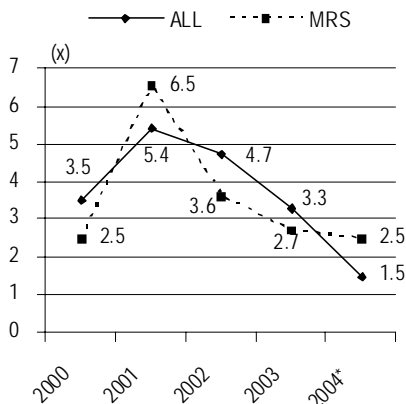
Como resultado de dichas inversiones, la productividad del sector ferroviario mejoró considerablemente. En el año 2003, se transportaron aproximadamente 182,7 millones de toneladas por kilómetro útil, (TKUs) un aumento del 42,2% comparado

con los 128,4 millones de TKU que se informaran en el año 1996. Los TKUs de EFVM aumentaron un 17,8% a lo largo del periodo de siete años, mientras que los TKU de MRS y ALL aumentaron en un 86,9% y un 99,6%, respectivamente. Los aumentos en TKU a lo largo de este periodo reflejan la mejoría de la eficiencia de las vías férreas. Las inversiones en rieles, carros y locomotoras llevaron a alcanzar mayores volúmenes transportados por kilómetro, un aumento en las velocidades promedio de los trenes, las cantidades transportadas por tren y menores tasas de accidentes. Como resultado de lo anterior, se redujeron las pérdidas operacionales.

La mayor capacidad que alcanzaran las vías brasileras en el periodo post privatización ha permitido que el sector obtenga una mayor participación del mercado general del transporte en Brasil. Las vías férreas aumentaron la cantidad de carga transportada en Brasil a un 25% desde un 19%, entre los años 1996 y 2005. En el año 2003, el principal tipo de carga transportado en tren en Brasil fue mineral de hierro, representando 202,3 millones de

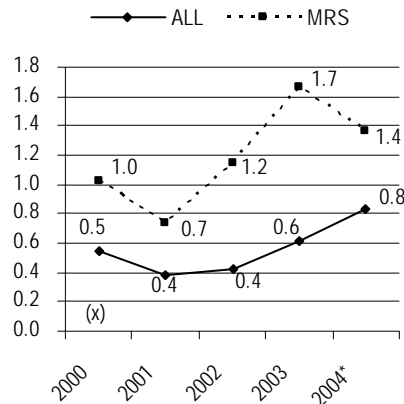
toneladas útiles (TUs) y un 58,6% del volumen total transportado por tren. Los porotos de soya y sus derivados alcanzaron un segundo lugar en volumen transportado para el año (31,9 millones de TUs, o un 9,3% del total). En el año 2003, los volúmenes de mineral de hierro y los porotos de soya/derivados de soya transportados aumentaron en cerca de un 4,9% y un 18,8%, respectivamente, por sobre los niveles alcanzados en el año 2002. Las exportaciones brasileras de mineral de hierro y porotos de soya/derivados de soya aumentaron en un 5,0% y un 18,3%, respectivamente, a lo largo del mismo periodo. Las tasas similares indican una correlación cercana entre el crecimiento del volumen de carga transportado en tren y el crecimiento general en las exportaciones que han experimentado ambos sectores. Se espera un continuo crecimiento en los volúmenes de carga transportados debido a las ventajas competitivas de Brasil en los sectores de minería, hierro y porotos de soya/derivados de soya, la relativa importancia de estas industrias para las exportaciones brasileras y las futuras

**Deuda Neta Ajustada/EBITDAR**  
(Años al 31 de diciembre)



\*Nueve meses al 30 sept. de 2004.  
EBITDAR – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent.  
ALL – América Latina Logística do Brasil S.A.  
MRS – MRS Logística S.A.

**EBITDAR/(Deuda Ajustada Corto Plazo+Gastos Interés)**  
(Años al 31 de diciembre)



\*Nueve meses al 30 sept. de 2004.  
EBITDAR – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, Amortization and Rent.  
ALL – América Latina Logística do Brasil S.A.  
MRS – MRS Logística S.A.

vea Sector Ferroviario Brasileiro en página 5

**SECTOR FERROVIARIO BRASILEÑO**

*viene de página 4*

inversiones planificadas para la industria ferroviaria.

Como consecuencia de la mejora en la eficacia y el aumento en los volúmenes de carga transportados en las vías férreas de Brasil, las ganancias del sector han crecido de manera importante. Los ingresos netos combinados de las concesiones originadas de RFFSA crecieron en un 179,2% en el periodo 1999 – 2003, de acuerdo a los datos consolidados informados por la Agência Nacional de Transporte Terrestre, la agencia de transporte terrestre de Brasil. La inflación, medida de acuerdo al Índice General de Precios de Mercado (IGP-M), creció un 65,3% a lo largo del mismo periodo. Basándose en datos consolidados de todo el sector, incluyendo las vías férreas que fueron originalmente propiedad de CVRD, EFVM, y Estrada de Ferro Carajás, los ingresos netos aumentaron un 47,6% entre 2001–2003 (el índice IGP-M aumentó un 36,2% en el mismo periodo).

Tras la privatización de las vías férreas y de décadas marcadas por la baja inversión, la necesidad de inversiones en tecnología y activos fijos, junto a los pagos de concesiones y arriendos para el gobierno, resultaron en altos niveles de endeudamiento para el sector. Aunque aumentaron las ganancias del sector, las obligaciones de pago de deuda hicieron difícil que las compañías ferroviarias fortalecieran su flujo de caja y liquidez general. La liquidez se vio más limitada los primeros años posteriores a la privatización, cuando la necesidad de invertir era más urgente. Sin embargo, eventualmente, las inversiones para mejorar las instalaciones y aumentar la capacidad resultaron en mayores ganancias operacionales, lo que permitió que las compañías ferroviarias redujeran gradualmente sus niveles de deuda. La marcada reducción de leverage y el aumento de la liquidez de las compañías ferroviarias de Brasil entre 2000 – 2004 se puede apreciar en los siguientes cuadros, que muestran índices financieros para las dos principales compañías ferroviarias clasificadas por Fitch Ratings.

Fitch considera que la liquidez de estas compañías en Brasil mejorará en el mediano plazo, a medida que el sector recibe los beneficios del aumento gradual del crecimiento industrial de Brasil y de la conversión del transporte de camión a tren (es decir, el potencial de convertir el transporte en camión sobre carreteras a transporte en tren sobre vías férreas). La demanda por servicios en tren debiera seguir creciendo, ya que el transporte en tren es más económico que el transporte en camión para distancias largas. El costo del transporte por carretera ha aumentado debido al alza en los costos del combustible y los cobros de peajes derivados de la privatización de carreteras.

Debido a que actualmente las vías férreas de Brasil se encuentran operando casi a máxima capacidad, sólo se producirá crecimiento tras efectuarse nuevas inversiones para aumentar la capacidad de volumen mediante la modernización y expansión de las vías, la adquisición de locomotoras y carros. La actual infraestructura de la industria no es suficiente para cubrir el esperado crecimiento de la demanda. Por ende, la industria seguirá enfrentando los desafíos que implica aumentar la capacidad para cubrir esta demanda y obtener los recursos financieros necesarios para las inversiones.

El apoyo para dichas inversiones puede llegar mediante sociedades con clientes cuyos negocios dependen en gran medida de los servicios ferroviarios, así como de más fuentes externas, tales como bancos de desarrollo. Por ejemplo, algunos clientes ferroviarios han demostrado un interés por establecer sociedades con el fin de desarrollar las vías férreas. A su vez, la disminución de los costos operacionales ferroviarios y la mejora de la eficiencia de los servicios prestados, reducen el costo de transporte para el propio cliente y aumenta los márgenes operativos de sus negocios.

Un ejemplo de dichas sociedades involucra las vías férreas de ALL. ALL firmó un contrato de largo plazo con Bunge Alimentos S.A. (Bunge) para transportar cantidades importantes de grano desde las plantas procesadoras de Bunge a sus

instalaciones portuarias hasta el año 2010. Según el contrato, Bunge entregará aproximadamente 4.000 carros ferroviarios adicionales que son necesarios para apoyar el aumento necesario de la capacidad de transporte. Este tipo de sociedad se ha vuelto cada vez más común y en opinión de Fitch, es una situación muy positiva, ya que reduce la necesidad que tienen las compañías de invertir sus propios recursos para cubrir los requerimientos de transporte de sus clientes. Este tipo de sociedad permite que los clientes de concesionarias ferroviarias usen su capacidad adicional de deuda para desarrollar la infraestructura logística necesaria para asegurar un servicio de transporte más confiable y eficiente al largo plazo.

Otra forma de apoyo para la reconstrucción del sector ferroviario de Brasil ha llegado de la mano del compromiso adquirido por el gobierno federal para aumentar la capacidad de transporte ferroviario y de conectar el interior de Brasil con los principales puertos del país. La reducción de los actuales cuellos de botella que se producen al momento de transportar los productos destinados a exportaciones beneficiaría la balanza comercial de Brasil. Las mejoras operativas efectuadas por el sector ferroviario han ayudado a impulsar el reciente crecimiento de las exportaciones brasileras de mineral de hierro, acero y porotos de soya, así como otros productos agrícolas e industriales.

El apoyo del gobierno federal a la industria ferroviaria se hizo evidente durante el 2003, cuando se implementó el Plan de Reactivación Ferroviario. Los principales objetivos del plan son entregar apoyo a la expansión de la actual red ferroviaria y completar las vías férreas que se encuentran en construcción, con lo que se establecen corredores directos para llevar productos a los principales puertos del país. Este apoyo se vio confirmado en octubre del año 2004, cuando el gobierno firmó un memorando de acuerdo para reestructurar Ferronorte, Ferroban y Novoeste, las vías férreas que son

*vea Sector Ferroviario Brasileiro en página 6*

**SECTOR FERROVIARIO BRASILEIRO**

viene de página 5

propiedad del grupo Brasil Ferrovias. El Banco de Desarrollo de Brasil (BNDES) entregará préstamos al grupo con el fin de asegurar que existirán recursos financieros disponibles para financiar las inversiones planificadas.

Considerando todo el progreso que han hecho las vías férreas de Brasil y los prospectos para financiar futuras inversiones, Fitch estima que el sector ferroviario mejorará su habilidad para generar efectivo y ganancias y, por lo tanto, mejorar su perfil de crédito. Las entidades que administraron sus balances de manera eficaz y que mantuvieron leverages bajos tienen la mejor opción para prosperar. También se espera que destaquen aquellas entidades ferroviarias que atienden a una industria que

experimenta un importante crecimiento o las compañías que cuentan con considerables recursos financieros. Por ejemplo, CVRD puede financiar adecuadamente las inversiones que necesita para las dos vías férreas que apoyan sus operaciones relacionadas con mineral de hierro. En el caso de MRS, dos de sus tres principales clientes dependen completamente de esta compañía para transportar mineral de hierro desde las minas a las plantas y los puertos. Por ende, MRS recibe un importante apoyo de la habilidad y la disposición de su accionista-cliente cautivo para inyectar capital a la vía férrea según sea necesario.

Con el fin de apoyar el crecimiento económico de Brasil, los esfuerzos por

desarrollar el sector ferroviario del país han estado dirigidos principalmente hacia el transporte de productos industriales en vez del transporte de pasajeros. El transporte de pasajeros en Brasil está dominado principalmente por buses que operan a lo largo de la extensa red de carreteras del país. El progreso que ha logrado este sector a la fecha y los prospectos para el crecimiento sostenido en el transporte de carga debiera atraer más inversionistas, con lo que se evita un regreso al ambiente previo a la privatización dominado por la baja inversión y el mediocre desempeño operacional.■

**SECURITIZACIÓN DE CARRETERAS CON PEAJE: EJEMPLO PARA EL DESARROLLO DE INFRAESTRUCTURA EN MÉXICO**

Salvador Salazar, Monterrey, México

Durante el año 2004, el mercado privado de deuda de México mostró una solidez continua, con un crecimiento superior al 60% comparado con la emisión registrada el año anterior. La emisión dentro del mercado estructurado creció un 15% y representó más de la mitad del volumen total. Uno de los factores que contribuyó a este crecimiento fue un aumento en las securitizaciones y refinanciamientos de carreteras con peaje. En el año 2004, se completaron cinco transacciones de carreteras con peaje por un total de US\$600 millones.

Una de las emisiones más recientes fue la securitización de la Carretera con Peaje Monterrey - Cadereyta, que se originó por la Red Estatal de Autopistas de Nuevo León (REA), una oficina pública descentralizada del gobierno estatal de

Tráfico Anual — Carretera con peaje Monterrey-Cadereyta  
(No. de Vehículos, Años al 31 de diciembre)

	Días por Año	Tráfico de Autos	Tráfico de Buses	Tráfico de Camiones	Tráfico Total	TCCA (%)	TPDA
1989	365	2,996,101	67,137	455,037	3,518,275	—	9,639
1990	365	3,293,712	69,237	555,482	3,918,431	5.5	10,735
1991	365	3,220,139	82,088	380,782	3,683,009	1.5	10,090
1992	366	3,289,801	89,416	358,051	3,737,268	1.5	10,211
1993	365	2,971,339	131,874	294,432	3,397,645	(0.7)	9,309
1994	365	3,023,380	122,107	238,674	3,384,161	(0.6)	9,272
1995	365	2,550,719	130,755	217,126	2,898,600	(2.7)	7,941
1996	366	2,708,074	143,278	232,046	3,083,398	(1.6)	8,425
1997	365	2,919,372	152,370	277,222	3,348,964	(0.5)	9,175
1998	365	3,259,029	167,356	319,023	3,745,408	0.6	10,261
1999	365	3,768,259	182,080	330,300	4,280,639	1.8	11,728
2000	366	4,077,083	191,353	354,421	4,622,857	2.3	12,631
2001	365	4,371,776	178,244	345,822	4,895,842	2.6	13,413
2002	365	4,710,327	174,661	309,313	5,194,301	2.8	14,231
2003	365	4,757,387	178,378	311,310	5,247,075	2.7	14,376
2004	366	5,001,090	182,644	286,892	5,470,626	2.8	14,947
Total		56,917,588	2,242,978	5,265,933	64,426,499		

TCCA – Tasa de Crecimiento Compuesta Anual. TPDA – Tráfico Promedio Diario Anual.

vea *Securitización de Carreteras* en página 7

SECURITIZACIÓN DE CARRETERAS CON PEAJE

viene de página 6

Nuevo León. La emisión, por un total de MX\$2.249,9 millones (US\$200 millones), se realizó mediante un fideicomiso de administración, donde se consideró como fuente de pago las futuras ganancias generadas por la Carretera con Peaje Monterrey - Cadereyta.

La carretera comenzó a operar en diciembre de 1989, como carretera con peaje estatal, operada exclusivamente por la REA. Esta entidad se ha transformado en un importante creador y operador de proyectos de infraestructura de carreteras en el estado de Nuevo León, y hoy en día está a cargo de la administración, operación y mantenimiento de la carretera con peaje. Fitch Ratings piensa que el personal de la REA que administra, opera y mantiene la carretera con peaje es un grupo prestigioso, con un promedio de experiencia laboral superior a los 11 años.

El 1 de agosto de 2004, el congreso del estado de Nuevo León ratificó el derecho de la REA para operar la carretera con peaje. Posteriormente, el 22 de noviembre de 2004, el gobernador del estado de Nuevo León entregó a la REA, por medio de una resolución, una autorización para transferir los derechos de la carretera con peaje

Ingreso Real Anual /Carretera con peaje Monterrey-Cadereyta  
(\$ Mex, Años al 31 de diciembre)

	Días x Año	Ingreso Autos	Ingreso Buses	Ingreso Camiones	Ingreso Total	TCCA (%)	IPDA	Peaje Prom.
1989	365	34,042,011	776,018	5,304,305	40,122,334	—	109,924	11.40
1990	365	71,278,621	1,546,179	12,698,898	85,523,698	46.0	234,312	21.83
1991	365	96,593,742	2,565,619	12,409,476	111,568,837	40.6	305,668	30.29
1992	366	101,775,226	2,804,498	11,184,433	115,764,157	30.3	316,296	30.98
1993	365	109,650,905	4,923,504	10,906,660	125,481,069	25.6	343,784	36.93
1994	365	94,890,997	7,672,917	20,918,633	123,482,546	20.6	338,308	36.49
1995	365	82,141,242	6,760,554	15,100,693	104,002,489	14.6	284,938	35.88
1996	366	76,421,095	8,078,431	19,692,248	104,191,774	12.7	284,677	33.79
1997	365	98,290,881	7,163,163	16,736,216	122,190,260	13.2	334,768	36.49
1998	365	97,562,273	10,026,793	30,460,626	138,049,693	13.2	378,218	36.86
1999	365	114,268,212	10,389,191	28,405,126	153,062,529	12.9	419,349	35.76
2000	366	126,047,786	11,710,541	33,287,937	171,046,264	12.8	467,340	37.00
2001	365	136,885,283	11,050,601	33,541,242	181,477,125	12.3	497,198	37.07
2002	365	145,017,359	10,697,769	30,327,421	186,042,550	11.6	509,706	35.82
2003	365	146,039,222	10,842,208	29,712,435	186,593,865	10.8	511,216	35.56
2004	366	156,752,826	11,340,502	27,590,764	195,684,093	10.4	534,656	35.77
Total		1,687,657,680	118,348,488	338,277,114	2,144,283,282			

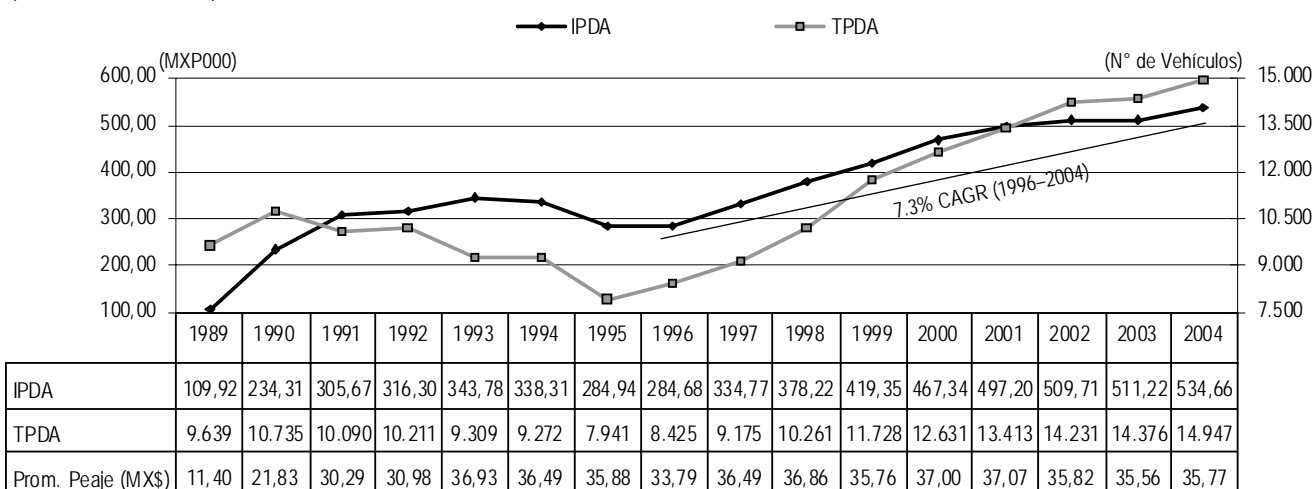
TCCA – Tasa Crecimiento Compuesta Anual. IPDA – Ingreso Promedio Diario Anual.

Monterrey - Cadereyta al fideicomiso y a realizar esta securitización.

Dicha transacción cuenta con un curva de amortización de 25 años. No obstante, el estado de Nuevo León ha cedido los derechos de recolección del peaje al fideicomiso por un periodo de 30 años.

Esto permite obtener recursos adicionales, lo que entrega mayor seguridad a los tenedores de bonos. La estructura incluye una cuenta de reserva de servicio de la deuda, la que se abrió con una cantidad equivalente a los 12 primeros meses de intereses y principal. Si en alguna fecha de vencimiento la cuenta general de

Ingreso Promedio Diario Anual (IPDA) vs. Tráfico Promedio Diario Anual (TPDA)  
(Años al 31 de Dic.)



TCCA – Tasa Compuesta de Crecimiento Anual.

SECURITIZACIÓN DE CARRETERAS CON PEAJE

viene de página 7

fideicomiso no tuviera fondos suficientes para realizar el pago del cupón, los recursos de esta cuenta se usarán para cubrir lo que falta en la medida de lo posible. Adicionalmente, la estructura incluye una importante cuenta de reserva para mantenimiento, donde se reúnen los recursos necesarios un año antes de comenzar con una fase importante de mantenimiento para la carretera con peaje. La cantidad de dinero necesaria para realizar el mantenimiento se revisa anualmente.

Esta emisión recibió aún más apoyo, en la forma de una póliza de seguros financiero otorgada por MBIA Insurance Corp. (compañía de seguros con sede en Nueva York, cuya solidez financiera como asegurador (IFS) recibió una clasificación AAA por parte de Fitch), que garantiza de manera incondicional e irrevocable el 100% del servicio de la deuda programados regularmente (principal e interés). La póliza se rige por las leyes vigentes en el Estado de Nueva York, y está sujeta a los términos y condiciones del fideicomiso y sus beneficiarios son los tenedores de bonos.

La amortización de capital está programada en 44 pagos semianuales consecutivos, comenzando con el cupón no. 7 (2008). Durante los primeros tres años, el pago de intereses se realizará de manera parcial, con una parte capitalizada de acuerdo a una tabla de amortizaciones. Además, existe un mecanismo de prepago obligatorio, por medio del cual cualquier exceso de flujo de caja proveniente de la operación de la carretera con peaje se usará para prepagar la emisión desde el principio, en vez de estar destinado al estado.

Los flujos de caja de la securitización se generan en una sección de la carretera de 29,5 kilómetros que cruzan el estado de Nuevo León y que se conoce como la carretera con peaje Monterrey - Cadereyta. Esta carretera representa un importante segmento de una carretera que cruza el estado de Nuevo León de oeste a este y que conecta la ciudad de Saltillo en el

Estado de Coahuila con la ciudad de Reynosa en el Estado de Tamaulipas. La carretera cuenta con dos plazas de peaje principales, una ubicada aproximadamente en el kilómetro 11 + 400 (Guadalupe) y la otra, aproximadamente en el kilómetro 31 + 100 (Cadereyta). Ambas plazas cuentan con ocho carriles para peaje, siete de los cuáles van en un solo sentido, mientras que uno tiene dos sentidos de circulación. Estas plazas utilizan siete máquinas operadas manualmente para recolectar el dinero del peaje. Cada uno de estos carriles cuenta con un aro magnético y un sensor en el piso para contar los ejes de los vehículos.

El cuadro ubicado en la parte superior de la página 6 muestra el tráfico anual registrado durante los pasados 16 años. Este registro revela la naturaleza cíclica del tráfico, incluyendo las tendencias negativas producidas durante el 'tequilazo' y el crecimiento positivo de los últimos cinco años. La tasa de crecimiento compuesta anual (TCCA) de tráfico de los años 1989 - 2003 fue de un 1,4% para la plaza Cadereyta y de un 3,9% para la plaza Guadalupe. El flujo de tráfico combinado para ambas plazas aumentó un 1,0% en el 2003 y un 4,3% en el 2004, con un TCCA de un 2,8% para el periodo de 16 años.

Históricamente, la composición del tráfico para esta carretera con peaje ha sido como sigue: 88,3% automóviles, 3,5% buses y 8,2% camiones. Considerando esta mezcla vehicular, el peaje promedio anual, en términos reales, fue de MX\$35,56 (US\$3,15) para fines del año 2003 y de MX\$35,77 (US\$3,17) para fines del año 2004, con un TCCA de 7,4%.

Durante los pasados 16 años se registraron varias caídas en los ingresos de las carreteras con peaje. En particular, éstos cayeron un 15,8% en el año 1995 debido a la crisis del peso mexicano. Sin embargo, desde 1996 a 2004, los ingresos alcanzaron un 7,3% de TCCA en términos reales. Para fines del año 1997, los ingresos de la carretera con peaje Monterrey-Cadereyta se habían recuperado hasta casi alcanzar el nivel del año 1994. Esto contrasta con otras

Coberturas del Estudio  
(veces)

	Min.	Prom.	Max.
Flujo Operacional/SD	1.5	2.1	5.0
(Flujo Operacional + FR)/SD	3.4	4.4	9.1
FR/SD	1.8	2.2	4.0

SD - Servicio de Deuda. FR - Fondo de Reserva.

Coberturas de Escenario Base  
(veces)

	Min.	Prom.	Max.
Flujo Operacional/SD	1.0	1.3	3.1
(Flujo Operacional + FR)/SD	2.3	3.1	6.6
FR/SD	1.2	1.8	3.5

SD - Servicio de Deuda. FR - Fondo de Reserva.

carreteras con peaje del país, que necesitaron más de tres años para alcanzar los niveles que tenían antes de la crisis.

El cuadro de arriba muestra el desempeño del promedio anual de ingresos diarios y de tráfico diario de la carretera con peaje Monterrey-Cadereyta, así como su peaje promedio, desde 1989 - 2004.

Niveles de Cobertura de Flujos de Caja

El cuadro superior entrega los niveles de cobertura de servicio de deuda, basándose en el estudio de tráfico entregado por la empresa de ingenieros independientes Cal y Mayor.

Fitch estableció su escenario de caso base ajustando el estudio de tráfico de los ingenieros independientes. Uno de los principales ajustes fue el crecimiento de 1,73 millones de unidades a lo largo de los 25 años que dure la transacción. Este nivel es un 27% inferior al presentado en el estudio independiente. Fitch ve al proyecto Monterrey - Cadereyta como uno de varios promisorios ejemplos para el financiamiento de infraestructura en México en el año 2004 y espera que el mercado reciba estructuras similares en el futuro. ■

**FINANZAS ESTRUCTURADAS EN ARGENTINA: REVISIÓN 2004 Y PERSPECTIVAS PARA EL 2005**

*Eduardo D’Orazio, Buenos Aires*

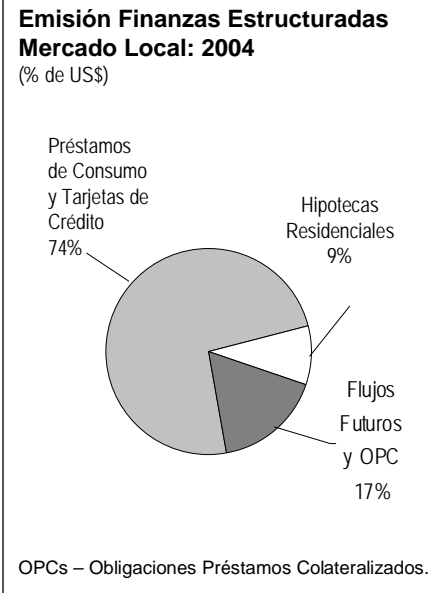
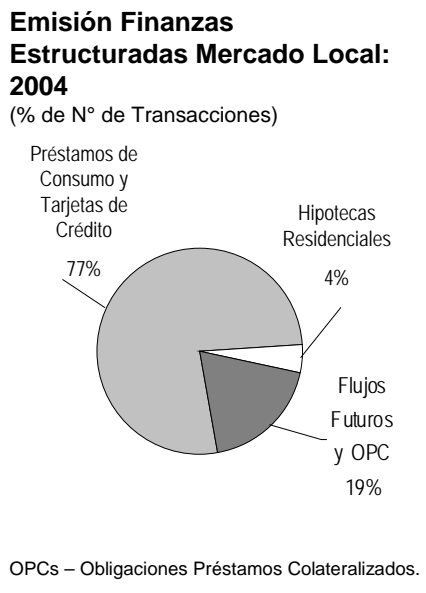
Debido a las ventajas que ofrece, las finanzas estructuradas han surgido como una buena alternativa para emisores e inversionistas de los mercados locales de Argentina.

Desde el punto de vista del inversionista, este vehículo ofrece protección ya que mitigan los riesgos de crédito a través de la variedad y ductilidad de mejoras crediticias que se suelen diseñar “a medida” según el activo y la estructura de la operación. Junto con los instrumentos legales adecuados se puede estructurar una transacción cuyo fin es reducir el riesgo de voluntad de pago de una compañía (por ej. flujos futuros), o mitigar el plazo, la tasa de interés o los descalce de monedas o de concentración de activos. En algunos tipos de transacciones la estructura puede reducir incluso el riesgo soberano.

Para el emisor, estas transacciones pueden ayudar a reducir el costo de fondeo y facilitar el acceso de la compañía a fuentes adicionales de financiamiento por medio de flujos de caja derivados de activos que de otra manera se considerarían no líquidos.

Otro argumento a favor del auge de los fideicomisos financieros, es que este tipo de transacciones fueron las que salieron relativamente más fortalecidas de la crisis del 2001/2002, habiendo tenido un menor porcentaje de defaults que las obligaciones negociables y los créditos bancarios.

Ciertas clases de activos estructurados han demostrado su fortaleza desde el año 2001, soportando la reciente crisis Argentina mejor que la deuda bancaria o corporativa común, e incluso mejor que sus pares estructurados. Específicamente, las transacciones de flujos futuros emitidas tanto local como internacionalmente, y las operaciones de créditos de consumo emitidas solamente en el mercado local, tuvieron un muy buen desempeño anterior y posterior a la crisis del soberano en el 2001/2002. Basándose en el desempeño histórico, la creciente presencia de estas clases de activos en el año 2004 no es



sorprendente. Además, estas transacciones se encuentran bien posicionadas en el mediano plazo como las principales clases de activos.

Las operaciones de flujos futuros han mejorado el acceso al mercado de varias empresas argentinas. Estas transacciones transfieren los derechos de cobro de los créditos a un vehículo especial, reduciéndose así ciertos riesgos tales como algunos riesgos soberanos y el riesgo relacionado con la “voluntad de pago” (willingness to pay) de las compañías. Si bien se mantienen los riesgos operacionales, las transacciones estructuradas se desempeñaron según lo esperado mientras que la compañía originadora mantuvo su desempeño. Además, la mayor parte de los originadores de flujos futuros eran exportadores y, por lo tanto, se vieron aislados de la crisis soberana. Aún quedan dudas respecto a la legislación Argentina y hasta qué punto se respetarían los derechos de flujos futuros si una compañía se reorganizara.

Durante 2004 se clasificaron y emitieron 80 operaciones estructuradas en oferta pública en el mercado local (de las cuales Fitch Ratings clasificó 40). Las operaciones denominadas en pesos prevalecieron con aprox. AR\$1.740 millones (aproximadamente US\$580 millones), mientras que sólo 6 operaciones fueron en dólares por un total cercano a US\$37 millones correspondientes básicamente a flujos futuros de exportaciones. Estas cifras reflejan un importante aumento en los montos emitidos durante todo el año 2003 (AR\$806 millones y US\$90 millones), que a su vez representaron más del doble de las cifras del 2002).

Del total de la emisión del mercado estructurado local del año 2004, cerca del 75% correspondió a créditos de consumo y tarjetas de crédito. Esto no sólo se debió tanto al lanzamiento de sucesivas series de empresas que históricamente han utilizado esta alternativa para financiar sus negocios, sino también a nuevas compañías que incursionaron en el uso de esta alternativa de financiamiento. La

*vea Finanzas Estructuradas en Argentina en página 10*

**FINANZAS ESTRUCTURADAS EN ARGENTINA**

*viene de página 9*

El éxito de la securitización de los préstamos de consumo en Argentina es una consecuencia directa del buen desempeño de este tipo de activos en la crisis del 2001. Dado que muchas de las operaciones fueron originalmente denominadas en pesos, la “pesificación” no impactó de manera directa la calidad crediticia. Si bien existió un aumento en las moras y defaults en todas las carteras subyacentes, las mejoras crediticias con que contaban las operaciones cubrieron a los inversionistas de pérdidas por tenencia de bonos senior.

Si bien la securitización respaldada por activos de los mercados locales se encuentra altamente correlacionada con el soberano, el desempeño de las transacciones de préstamos de consumo en Argentina sugiere que el soberano pudiera no ser siempre “la mejor apuesta”. Actualmente, los elementos comunes para estas transacciones son: denominación en pesos, un alto nivel de atomización (alto número de créditos con un promedio de balance de deuda bajo) y la presencia de varios tipos de mejoras de crédito, tales como la subordinación de capital, las estructuras secuenciales o parcialmente secuenciales, altos spreads y fondos de liquidez. Por todas estas razones, las clases de deuda senior de estas estructuras retienen las clasificaciones más altas, lo que junto a sus vencimientos a corto plazo, las transforma en una opción atractiva para los inversionistas locales, que en este momento cuentan con pocas opciones de inversión en un mercado local que se mantiene limitado.

Cerca del 20% de las emisiones del mercado local estructurado del año 2004

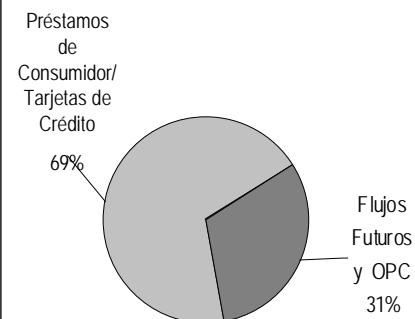
correspondió a operaciones de flujos futuros de fondos y pool de empresas en un fideicomiso. A través de estas estructuras, empresas que tradicionalmente no tenían acceso al mercado de capitales tuvieron la posibilidad de ampliar sus fuentes de financiamiento. Este tipo de transacción (usada generalmente por emisiones cross-fronterizas para lograr clasificaciones superiores al soberano), utilizando las estructuras legales apropiadas y entregando aviso a los deudores designados, hace posible que se mitiguen ciertos riesgos del originador. El restante 5% de la emisión del 2004 se registró en transacciones respaldadas con hipoteca residencial. Se espera que esta clase de activos tenga una mayor participación en el mercado durante el 2005.

El restante 5% de las emisiones del 2004 correspondió a operaciones respaldadas con hipotecas residenciales. Se espera que esta clase de activos tenga una mayor participación en el mercado durante el 2005.

Durante los primeros tres meses del año 2005, el mercado estructurado local siguió creciendo, ahora con 21 emisiones: 17 operaciones de securitización de créditos de consumo y tarjetas de crédito por un total de \$448 millones; y 4 transacciones por US\$173 millones. De las operaciones nominadas en dólares se destaca un fideicomiso financiero cuyo activo subyacente es un préstamo a Cervecería y Maltería Quilmes por un monto de US\$150 millones.

Para el resto del año, Fitch prevé que se mantenga la securitización de préstamos

**Emisión Estructurada Mercado Local: enero-marzo 2005**  
(% de US\$)



OPCs – Obligaciones Préstamos Colateralizados.

de consumo y tarjetas de crédito (tal vez con plazos más largos, en la medida que también se alarguen los plazos de los créditos subyacentes), y mayor participación de hipotecas residenciales. Asimismo se espera ver otros tipos de estructuras utilizando activos como cuentas por cobrar, leasing de equipos y operaciones colateralizadas por un conjunto de préstamos o bonos a diversas compañías (CLOs -Collateralized Loans Obligations y CBOs -Collateralized Bond Obligations). Adicionalmente, podrían observarse transacciones destinadas al financiamiento de capital de trabajo para algunas industrias exportadoras e inclusive para estructurar préstamos destinados al financiamiento de obras en el sector público.■

**PREPAGOS HIPOTECARIOS EN EL MERCADO LOCAL DE CHILE**

*Jose Castro, Santiago, Chile*

Debido a varios factores que se han presentado en el mercado hipotecario chileno en los pasados años, se ha producido un aumento sustancial en la cantidad de prepagos dentro del sector. Esta situación ha afectado de manera

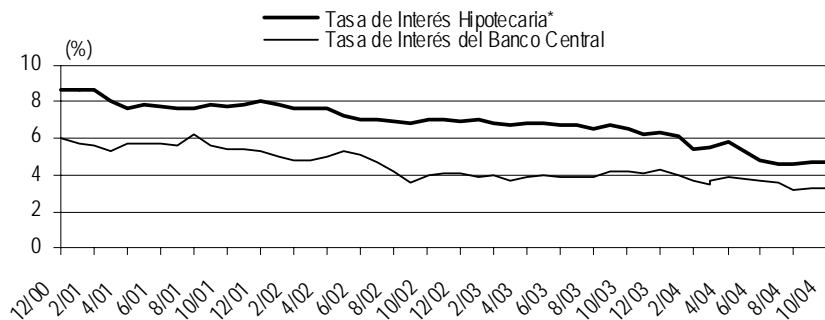
negativa a varias de las securitizaciones respaldadas con hipotecas que se registran en el país, lo que ha llevado a Fitch Ratings a efectuar un acabado análisis de los factores que han llevado a las altas tasas de prepagos, así como de las

consecuencias que el actual escenario tendrá sobre la evaluación de este tipo de transacción en el futuro. En opinión de Fitch, los cuatro elementos principales que han llevado a los altos niveles de prepagos son: un ambiente de bajas tasas de interés,

**PREPAGOS HIPOTECARIOS EN CHILE**

viene de página 10

**Tasa de Interés del Banco Central vs. Tasa de Interés Hipotecaria**



\*Para préstamos con plazos de 12 a 20 años.  
Fuente: Superintendencia de Bancos e Instituciones Financieras y Banco Central de Chile.

Aunque estas altas tasas de prepago son visibles en todos los segmentos del mercado hipotecario, su impacto ha sido diferente en cada área. El nivel de prepagos en el segmento prime de Chile (préstamos superiores a las 2.500 unidades de fomento [UF] o USD\$75.000) es cada vez más similar a los niveles vistos en los mercados desarrollados altamente competitivos. Además, el alto nivel de competencia entre los prestadores hipotecarios dirigidos a este nivel de deudores ha complicado el problema del prepago bajando las tasas aún más. La tasa de prepagos para este segmento se ha casi triplicado en relación al promedio histórico de su nivel.

nuevos productos hipotecarios, aumento de la competencia en el mercado de préstamos hipotecarios y los menores costos del refinanciamiento.

alcanzando un promedio de 4,7% para octubre del año 2004 para los préstamos hipotecarios con plazos de 12 a 20 años.

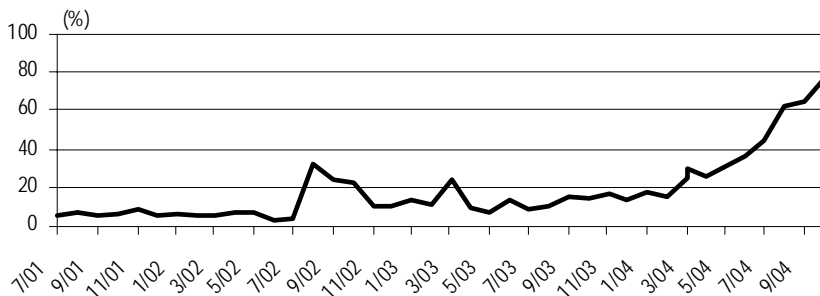
De manera similar, el segmento sub-prime (préstamos cercanos a las 1.000 UF, o US\$30.000) también ha sentido el impacto

Fitch piensa que la mayor parte del aumento de prepagos hipotecarios en Chile se puede explicar por la caída de las tasas de interés ocurrida en el país en los últimos años. Actualmente se registran niveles históricamente bajos. Las bajas tasas se transfieren a las tasas de interés hipotecarios de origen, lo que genera un aumento en la demanda de nuevos créditos, así como el masivo refinanciamiento de los créditos actualmente vigentes.

Además, el sector bancario ha diversificado las ofertas hipotecarias mediante productos nuevos, usando tasas de interés variable, que presentan “tentadoras” bajas tasas durante varios años al tomar el crédito hipotecario. Finalmente, los costos del refinanciamiento se han reducido debido al retiro de un impuesto en el año 2002 y con la reducción de los costos asociados con el proceso de originación de la hipoteca.

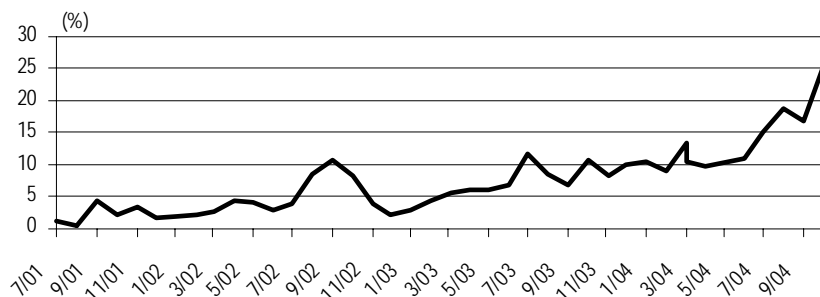
Los datos empíricos muestran claramente la dinámica del sector. La cantidad de préstamos hipotecarios otorgados en Chile se duplicó para noviembre del año 2004, comparada con el mismo periodo del año anterior. Las tasas de interés para estos créditos cayeron considerablemente,

**Tasa de Prepago Anualizada — Sector Prime**



Fuente: Fitch Ratings, basada en información disponible para transacciones locales de valores respaldados por hipotecas residenciales.

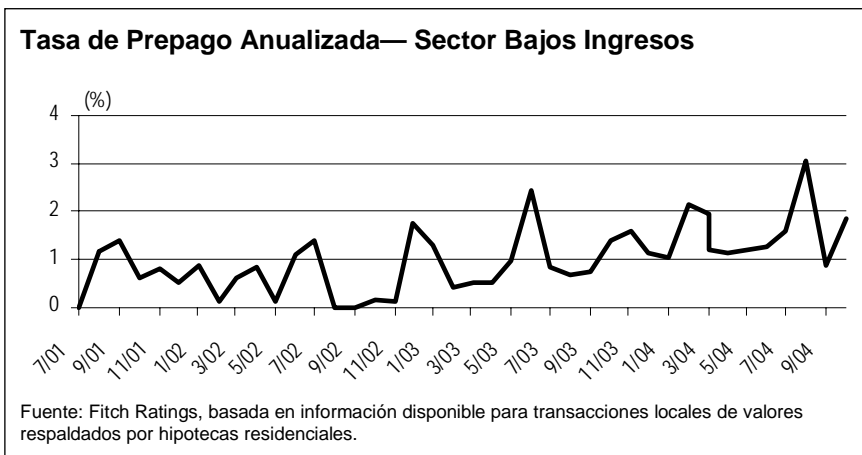
**Tasa de Prepago Anualizada — Sector Subprime**



Fuente: Fitch Ratings, basada en información disponible para transacciones locales de valores respaldados por hipotecas residenciales.

**PREPAGOS HIPOTECARIOS EN CHILE**

viene de página 11



de la situación antes descrita, pero no de manera tan significativa como el mercado prime. La tasa de prepago del segmento sub-prime ha duplicado su promedio histórico.

De manera opuesta, el comportamiento del segmento de menores ingresos, compuesto principalmente por contratos de leasing, ha sido diferente. Aunque los prepagos en este sector han alcanzado el doble de los niveles promedio históricos, se han mantenido considerablemente bajos en relación a las tasas de otros segmentos del mercado, de hecho, casi 10 veces por debajo de los registrados en el segmento

sub-prime. Las principales razones para esta diferencia son: un ambiente competitivo relativamente bajo y una estructura base de subsidio que ofrece el gobierno chileno. La estructura de subsidio para los contratos de leasing emitidos antes del año 2004 desincentiva enormemente los prepagos, ya que esto subsidios se pagan sobre una base continua y se pierden una vez que el deudor prepaga. Los subsidios gubernamentales para los nuevos contratos se pagan actualmente de inmediato, en vez de sobre una base continua, y por lo tanto quien pide el préstamo tiene un mayor

incentivo para efectuar prepagos. Otro factor que pudiera aumentar las tasas de refinanciamiento es el probable aumento en la competencia entre los prestadores para atraer a estos clientes. Estos cambios se deben considerar para predecir el comportamiento de las tasas de prepago para los deudores de bajos ingresos en el futuro.

En el actual proceso de la actualización de criterios de clasificación, Fitch está incorporando los datos empíricos del comportamiento de las tasas de prepago en el mercado local chileno en la evaluación de todas las transacciones hipotecarias del mercado local. Debido a la volatilidad de las tasas de prepago registradas en Chile durante el cuarto trimestre del año 2004, Fitch seguirá observando las tendencias del mercado para determinar el stress causado por los prepagos en el mercado local y el potencial efecto en las transacciones respaldadas por hipotecas. Un informe completo titulado “Estrés de Prepagos — Lecciones y Perspectivas Futuras”, del 1 de abril de 2005, se puede encontrar en el sitio chileno de Fitch Ratings, [www.fitchratings.cl](http://www.fitchratings.cl)

**SECTOR ASEGURADOR VENEZOLANO: ¿UN OASIS DENTRO DE LA INESTABILIDAD POLÍTICA Y ECONÓMICA?**

*Franklin Santarelli y Jorge Yanes, Caracas, Venezuela*

A pesar de su relativo pequeño tamaño (menos del 3% del PIB), el sector asegurador venezolano ha mejorado paulatinamente su perfil financiero y su penetración de mercado en los últimos 10 años. Después de una severa crisis en 1995, en parte explicada por el efecto contagio de la crisis financiera de los años 1994-1995 que afectó más del 50% de los activos consolidados de la banca y también a un significativo número de empresas de seguros, el sector asegurador venezolano ha estado inmerso en un

profundo proceso de transformación, el cual ha estado soportado tanto por la entrada de importantes participantes extranjeros, como también por una política de suscripción de riesgos e inversiones más conservadora y algunos avances en materia regulatoria.

Mientras dicho proceso de ajuste no ha sido del todo homogéneo entre todos los participantes del mercado, después de 10 años se podría decir que el sector descansa sobre niveles de capitalización

**Sector Asegurador Venezolano**

**Fortalezas y Oportunidades**

- Mejora sostenida del resultado técnico
- Adecuados niveles de liquidez y capitalización
- Significativa participación de inversión extranjera
- Programa de reaseguros conservador

**Debilidades y Amenazas**

- Baja penetración del sector
- Alta concentración en ramos de servicios
- Elevado número de competidores
- Reformas pendientes en el marco regulatorio

vea Sector Asegurador Venezolano en página 13

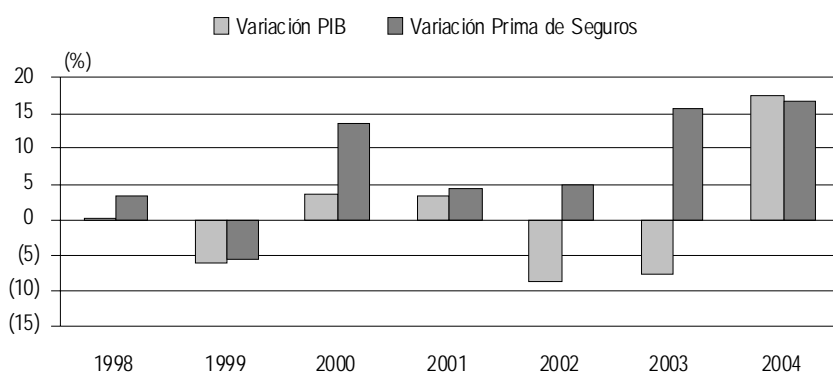
**SECTOR ASEGURADOR VENEZOLANO**

viene de página 12

conservadores, amplios niveles de liquidez, una base de resultados técnicos positivos, y en general una adecuada rentabilidad. La importante participación de empresas extranjeras de primera línea (cerca del 38% en el año 2004) similar a la observada en el sector bancario, ha resultado en un catalizador para los cambios, mientras que el mejoramiento del marco legal (principalmente alcanzado durante el período 95-99) resultó en prácticas gerenciales más transparentes y conservadoras, aunque vale destacar que el sector nuevamente necesita actualizar su marco regulatorio para poder continuar con el proceso de mejoramiento y mayor transparencia. Adicionalmente, una mayor consolidación dentro del segmento de pequeñas empresas y un portafolio de negocios más diversificado, posiblemente apoyado en los cambios esperados en el sistema de fondos de pensiones que potencia la demanda de primas en los ramos de vida, podrían ser otros elementos deseables para fortalecer el perfil del sector.

Luego de la crisis del año 1995, la cual resultó en pérdidas del 60% del patrimonio combinado de las empresas del sector, producto de pérdidas en la cartera de inversiones (concentrada en aquella época en títulos valores de bancos en problemas) junto con algunas pérdidas técnicas, el sector fue severamente afectado nuevamente en el año 1999,

**Crecimiento PIB Venezolano vs. Crecimiento Primas de Seguros\***  
(Años al 31 de diciembre)



\*Crecimiento en términos reales. PIB – Producto Interno Bruto.

cuando el incremento de la competencia en base a precios entre los participantes del mercado, se reflejó en pérdidas técnicas de casi el 10% de las primas cobradas que no fueron compensadas por el resultado financiero (8% de las primas cobradas). Esta situación no resultó tan perjudicial para el sector como la crisis del año 1995, pero ciertamente afectó a muchas empresas aseguradoras, las cuales se vieron obligadas a cambiar su estrategia y moderar la competencia en base a precios. Desde entonces, y a pesar de la continua inestabilidad económica en el país, el sector no sólo ha logrado obtener

resultados técnicos crecientes, sino que también ha podido lograr resultados financieros positivos, en parte como consecuencia de las ganancias cambiantes recurrentes de la cartera de inversión, altamente concentrada en deuda pública denominada en moneda extranjera, impulsando así las relaciones de rentabilidad y capitalización del sector (ver tabla).

Ciertamente, todavía existen algunos participantes del sector asegurador utilizando políticas no adecuadas de suscripción de pólizas, pero la mayoría de las grandes compañías se han apoyado en refinados criterios técnicos para establecer su estrategia de precios, asegurando resultados positivos en medio de un entorno caracterizado por una alta volatilidad de la inflación. Asimismo, el sector en conjunto ha materializado significativos avances en materia de control de siniestros, logrando la reducción de fraudes y un mejor control en los precios de reparación de automóviles y en los costos de hospitalización, los cuales constituyen los mayores componentes en los siniestros, habida cuenta que las pólizas de salud y de automóviles representan más del 75% de las primas cobradas. En este sentido, la relación de siniestralidad se ha reducido progresivamente hasta registrar 46%, mientras que en el año 1994 tal indicador

**Principales Índices Financieros Sector Asegurador Venezolano**

(Años al 31 de diciembre)

	Siniestros Pagados	Costos Operativos*	Resultado Técnico*	ROAA	Liquidez Fitch(x)	Patrimonio Fitch (x)
1993	60	31	(9)	2	1.89	4.93
1994	58	31	(14)	(17)	0.93	3.83
1995	43	29	3	6	1.38	3.48
1996	40	28	0	14	1.69	1.94
1997	44	31	(2)	7	1.50	2.07
1998	56	31	(4)	4	1.28	2.25
1999	64	33	(10)	(2)	1.10	2.96
2000	62	30	(1)	4	1.11	2.72
2001	54	29	(1)	2	1.03	2.75
2002	54	28	(3)	17	1.43	1.80
2003	51	24	2	10	1.47	2.05
2004	46	24	5	12	1.57	2.00

\*Como porcentaje de las primas cobradas. Fuente: Superintendencia de Seguros de Venezuela y Fitch Venezuela.

vea Sector Asegurador Venezolano en página 14

## SECTOR ASEGURADOR VENEZOLANO

*viene de página 13*

alcanzó un 58%.

Los esfuerzos dirigidos hacia un mayor control en los costos y la ocurrencia de algunas fusiones en los últimos años también han contribuido a reducir los históricamente altos niveles de costos del sector. Sin embargo, mayores avances en este tema dependerán principalmente de la consolidación de mercado en las pequeñas empresas, siendo que 26 de las compañías de menor tamaño en el sector concentran menos del 1% de las primas, mientras que ninguna de ellas está posicionada en algún nicho de mercado definido. Luego de una relación de costos operativos a primas cobradas de 31% registrada en el año 1994 y una inflación anualizada de dos dígitos durante la década pasada, los costos operativos (incluyendo los costos de adquisición) cayeron hasta 24% de las primas cobradas al cierre del año 2004 (una relación comparable con la de otros países en América Latina). A pesar de estos logros, algunas señales de alarma surgen con la previsión de futuras contracciones en la economía local, siendo que la mejora en las relaciones de costos operativos ha sido explicada principalmente por el mayor nivel de primas manejadas, dado que los costos operativos han venido aumentando a una tasa mayor que la inflación.

La mayor rentabilidad del sector, una política de dividendos conservadora y algunas inyecciones de capital han apoyado el incremento del patrimonio acumulado del sector y mejorado su calidad. Mientras que la relación pasivo a patrimonio se redujo desde 2,9 veces en el año 1994 hasta 1,5 veces al cierre del año 2004, el índice de capitalización Fitch (el cual excluye las ganancias no realizadas contabilizadas en el patrimonio) mostró una mayor reducción producto de la menor presencia de las inversiones inmobiliarias en la cartera de inversión del sector, el cual ha resultado en una menor participación de las ganancias no realizadas en las cuentas de patrimonio. De hecho, la relación de pasivo a patrimonio se redujo hasta 2 veces al cierre del año 2004, mientras que había registrado 3,8 veces en el año 1994. Estos

niveles conservadores de capitalización permitirán un adecuado crecimiento del sector a corto y mediano plazo.

La alta exposición a inversiones inmobiliarias, una antigua característica del sector en Venezuela, ha venido perdiendo su importancia en los últimos años, siendo que las nuevas inversiones se han ido canalizando hacia instrumentos más líquidos. Al cierre del año 1994, las inversiones inmobiliarias representaron cerca del 32% de la cartera de inversión, mientras que esta relación se redujo hasta un 15% al cierre del año 2004. Por su parte, los títulos de deuda soberana venezolana denominados en moneda extranjera se han convertido en la inversión preferida de las empresas de seguros, dado que son inversiones cuyos ingresos son deducibles de impuestos, además de constituirse como una protección eficaz en contra de las devaluaciones recurrentes experimentadas por el bolívar y por su mayor flexibilidad en términos contables (la mayoría de estas inversiones son registradas al costo y no a valor de mercado).

La estrategia de inversión mencionada anteriormente resultó en beneficios financieros de más del 9% de las primas cobradas en promedio durante el período 2000-2004. Sin embargo, dada la volatilidad de la clasificación soberana en moneda extranjera y la necesidad de reflejar el valor de mercado en la cartera de inversión, sería conveniente una mayor diversificación y una estrategia de inversión más conservadora, a fin de reducir esta clase de exposición. Sin embargo, la ausencia de un mercado de capitales de mayor profundidad, las restricciones impuestas por el establecimiento del control de cambio y las limitaciones regulatorias han imposibilitado un cambio más rápido en la estrategia de inversión de las empresas aseguradoras. La mayor rentabilidad y el mantenimiento de inversiones más líquidas han resultado en una mejora en los indicadores de liquidez en el sector. Al cierre del año 1994, la relación de inversiones líquidas a reservas técnicas netas registró 0,9 veces, mientras que al

cierre del año 2004 tal relación alcanzó 1,6 veces.

## Perspectivas

Luego de algunos años de significativo crecimiento y mejoras en sus principales indicadores, en medio de la crisis política y económica más severa de la historia reciente del país, el sector asegurador venezolano todavía enfrenta algunas amenazas que pudieran afectar su desempeño a corto y mediano plazo. Entre ellas, la ausencia de un marco regulatorio actualizado, el cual podría erosionar las fortalezas del sector por medio de la presencia de estrategias competitivas inadecuadas, aunado a la debilidad de algunos mecanismos de supervisión de mercado. Adicionalmente, el desarrollo reciente de nuevos participantes en el mercado que no son regulados directamente por la Superintendencia de Seguros (algunos de ellos denominados Cooperativas) podría resultar en el establecimiento de una competencia desleal en contra de las empresas supervisadas, pudiendo además afectar la confianza de los consumidores en los productos de seguros.

La limitada diversificación del portafolio del negocio se mantendrá si los niveles de ingreso de la población continúan a los niveles actuales o mientras que el sistema privado de fondos de pensiones no comience a operar. Asimismo, aunque las ventas de automóviles (un importante catalizador de las ventas de primas de seguros en Venezuela) parecen mantener su tendencia creciente durante el año 2005, un mayor incremento en los precios de las primas parece improbable, lo cual requiere que el sector siga avanzando en materia de control de siniestros y de costos operativos.

Finalmente, una mayor consolidación del mercado dependerá de nuevos incentivos legales que promuevan procesos de fusiones y adquisiciones de empresas. El incremento propuesto del nivel mínimo de capital, junto a otros requerimientos regulatorios previstos en la nueva Ley de Seguros (actualmente en discusión) podría acelerar esta tendencia. ■

## CLASIFICACIONES DEL SECTOR SEGUROS DE CENTROAMÉRICA: EVOLUCIÓN RECIENTE Y PERSPECTIVAS

Eduardo Recinos y Marcela Galicia, San Salvador, El Salvador

Fitch Ratings clasifica 21 compañías de seguros ubicadas en Centroamérica. Durante el año 2004, Fitch realizó cuatro cambios de clasificación y seis de *outlooks* en escala nacional. El desempeño general de las clasificaciones fue de estable a positivo. Con la excepción de las entidades salvadoreñas, cuya clasificación es un requisito de la normativa vigente, las entidades clasificadas son las mayores y de mejor desempeño en cada mercado y han iniciado el proceso de clasificación de manera voluntaria.

Pese a la competencia y al incremento en la siniestralidad, las entidades mostraron una evolución favorable debido a su fortaleza financiera y capacidad de crecimiento, beneficiadas en muchos casos por su relación con conglomerados financieros regionales.

La creación de nuevos marcos institucionales, la creciente fortaleza en materia de supervisión y regulación, adecuada estructura demográfica y los bajos niveles de penetración en la región, se reflejan en la tendencia favorable de las clasificaciones.

La alta dependencia de la cobertura de reaseguros en la región, coloca a las compañías en una posición vulnerable a los cambios en los ciclos y las condiciones del mercado reasegurador internacional. Por otra parte, la decisión de algunas compañías de adoptar esquemas de reaseguro no proporcionales, requiere mejores indicadores patrimoniales y mayor responsabilidad en el establecimiento de tarifas y condiciones de suscripción. Fitch considera que las políticas adoptadas en esta área serán fundamentales para que las compañías mantengan una evolución favorable de sus clasificaciones, bajo las condiciones actuales de mercados blandos de tarifas de seguro y de reaseguro.

En materia de regulación, es importante destacar los cambios realizados en las

### Clasificaciones Locales IFS (Insurer Financial Strength)

Compañía de Seguros	Año al 31 Dic. 2003	Año al 31 Dic. 2004
<b>El Salvador</b>		
Aseguradora Suiza Salvadoreña, S.A.	'AA(slv)' (Positivo)	'AA(slv)' (Positivo)
AIG Unión y Desarrollo, S.A.	'AA(slv)' (Estable)	'AA(slv)' (Estable)
Seguros e Inversiones, S.A.	'AA(slv)' (Estable)	'AA(slv)' (Estable)
La Centroamericana, S.A.	'AA-(slv)' (Estable)	'AA-(slv)' (Positivo)
ASESUISA VIDA, S.A.	'AA-(slv)' (Estable)	'AA-(slv)' (Estable)
SISA VIDA, S.A.	'A+(slv)' (Positivo)	'AA-(slv)' (Estable)
Compañía General de Seguros, S.A.	'AA-(slv)' (Positivo)	'AA-(slv)' (Estable)
AIG, S.A. Seguros de Personas	'A+(slv)' (Estable)	'A+(slv)' (Estable)
BBVA, S.A. Seguros de Personas	'AA-(slv)' (Estable)	'A+(slv)' (Negativo)
Internacional de Seguros, S.A.	'A-(slv)' (Negativo)	'A-(slv)' (Estable)
Aseguradora Popular, S.A.	'BBB(slv)' (Estable)	'BBB-(slv)' (Estable)
<b>Guatemala</b>		
Afianzadora G&T, S.A.	'AA-(gtm)' (Estable)	'AA-(gtm)' (Estable)
Seguros G&T, S.A.	'AA-(gtm)' (Estable)	'AA-(gtm)' (Estable)
Seguros de Occidente, S.A.	'AA-(gtm)' (Estable)	'AA-(gtm)' (Estable)
Aseguradora de La Nación, S.A.	'A+(gtm)' (Estable)	'A+(gtm)' (Estable)
Seguros Universales, S.A.	'A-(gtm)' (Estable)	'A-(gtm)' (Negativo)
<b>Honduras</b>		
Seguros El Ahorro Hondureño, S.A.	—	'A+(hnd)' (Estable)
Seguros Atlántida, S.A.	'A(hnd)' (Estable)	'A(hnd)' (Positivo)
Interamericana de Seguros, S.A.	'A-(hnd)' (Estable)	'A(hnd)' (Estable)
<b>Nicaragua</b>		
Seguros Centroamericanos, S.A.	'A-(nic)' (Estable)	'A-(nic)' (Positivo)
<b>Panamá</b>		
Compañía Nacional de Seguros, S.A.	—	'AA(pan)' (Estable)

normas para constituir reservas en países como Guatemala, Honduras y Nicaragua, además del establecimiento de requisitos más rigurosos de capital mínimo y diversificación de inversiones, similares a los adoptados anteriormente en El Salvador. Estas medidas vendrán a modernizar el sector y podrán tener un impacto favorable en las clasificaciones.

Finalmente, el compromiso de apertura del sector de seguros a la competencia extranjera, que Costa Rica asumirá con la firma del CAFTA a partir del 2008, ha generado expectativas positivas entre los reaseguradores e inversionistas extranjeros. Fitch espera que esta apertura estimule el crecimiento y transformación

cuantitativa del sector en ese país.

#### El Salvador

En El Salvador, los cambios ocurridos en las clasificaciones del sector de seguros durante el último año llevaron a dos bajas de clasificación, una mejora de rating y a tres modificaciones de *outlook* (dos de ellas positivas y la tercera negativa). Asimismo, fueron retiradas dos clasificaciones: La de Seguros Universales S.A., luego que fuera absorbida por Internacional de Seguros, S.A., y la de Seguros de Occidente, S.A., luego del cierre de sus operaciones en el país.

CLASIFICACIONES DEL SECTOR SEGUROS DE CENTROAMÉRICA

viene de página 15

Guatemala

Las clasificaciones asignadas por Fitch en Guatemala se mantuvieron estables durante el año 2004, lo cual denota la sanidad y fortaleza de las compañías clasificadas, a pesar del deterioro en la siniestralidad y la baja en las tasas de interés en ese mercado.

Cuatro de las cinco compañías clasificadas por Fitch no sufrieron modificaciones, manteniéndose las clasificaciones de riesgo de Seguros G&T, S.A. y de Fianzas G&T, y de Seguros de Occidente y subsidiaria, en Categoría AA-(gtm) con outlook estable, y la de Aseguradora de La Nación en Categoría A+(gtm), también con outlook estable.

La única modificación realizada fue un cambio de outlook a negativo desde estable de Seguros Universales, S.A., que mantuvo su clasificación en Categoría A-(gtm). El cambio de outlook en junio de 2004 reflejó el deterioro observado en los niveles de liquidez y patrimonio del ejercicio anual 2003, como resultado del incremento en el volumen de primas por cobrar y en el nivel de apalancamiento.

Honduras

En el último año Fitch subió la clasificación de Interamericana de Seguros, S.A. a la Categoría A(hnd) desde A-(hnd) y mantuvo la clasificación de Seguros Atlántida en Categoría A(hnd), modificando su *outlook* a positivo desde estable. Asimismo, durante el 2004 se otorgó la clasificación inicial de riesgo nacional de A+(hnd) a Seguros El Ahorro Hondureño S.A..

Estas acciones se sustentaron tanto en el desempeño de las entidades como en los cambios realizados en la reglamentación vigente en materia de margen de solvencia y constitución de reservas, que fortalecieron las operaciones en ese mercado.

Nicaragua

En Nicaragua, Seguros Centroamericanos, S.A. (Segurossa), la única de las cinco compañías del mercado clasificada por Fitch, ha sido objeto de una modificación favorable de su *outlook* a positivo desde estable.

El cambio se fundamentó en el fortalecimiento de su base patrimonial, así como en la evolución positiva de sus indicadores de desempeño; todo esto junto a una mayor rotación de los activos, que se reflejó en indicadores de rentabilidad y liquidez superiores al promedio del sector asegurador de Nicaragua.

La mayor incertidumbre en ese mercado, dada la importancia relativa de la inversión en bonos del Estado de Nicaragua, podría derivar en una crisis en el entorno económico-financiero del país, que reduzcan el grado de liquidez de estos instrumentos. La escasa diversidad de alternativas de inversión obliga a una concentración en estos títulos, que muestran una alta volatilidad y baja clasificación de riesgo internacional.

Costa Rica

En Costa Rica no ha sido asignada una clasificación nacional de riesgo a la única

institución que provee servicios de seguro en ese país, el Instituto Nacional de Seguros, el cual administra el monopolio de seguros y reaseguros.

Es importante mencionar, que según el tratado de libre comercio de Centroamérica con Estados Unidos (CAFTA), Costa Rica se ha comprometido a abrir su sector de seguros a la competencia extranjera a partir del 1 de enero del 2008 y éste quedaría completamente abierto el 1 de enero del 2011.

Panamá

En Panamá, Fitch Ratings otorgó una clasificación inicial de riesgo nacional a Compañía Nacional de Seguros, S.A. (CONASE) de Categoría AA(pan). La clasificación de riesgo de CONASE está respaldada por la sana calidad de sus activos, su significativa participación de mercado y su adecuada solvencia patrimonial y respaldo de su único accionista, Primer Banco del Istmo, S.A. (Banistmo), uno de los consorcios financieros más grandes de Centroamérica. La clasificación asignada se fundamentó a su vez en el adecuado desempeño operativo que registró la entidad durante 2004, apoyada fundamentalmente en la tendencia decreciente de sus gastos de operación. Por otra parte, la clasificación se limitó por la relativamente baja rotación de primas por cobrar que registró la compañía y por el repunte del indicador de siniestralidad respecto al semestre anterior. ■

## FITCH MEJORA A CATEGORÍA B+ CLASIFICACIÓN SOBERANA DE URUGUAY

Morgan Harting, Nueva York

El 7 de marzo, Fitch Ratings mejoró la clasificación soberana en moneda extranjera a largo plazo de Uruguay a B+ desde B, y su clasificación en moneda local de largo plazo a BB- desde B+. Su clasificación en moneda extranjera a corto plazo, así como su techo soberano se ratificaron en B y en BB-, respectivamente.

Uruguay se está recuperando muy bien de la recesión de cuatro años que culminó en la reestructuración de su deuda en mayo de 2003. Tras crecer un estimado del 12% en el año 2004 debido a una rápida expansión de las inversiones y las exportaciones, el crecimiento del Producto Interno Bruto (PIB) se moderará este año, para alcanzar un 6%; se espera que este crecimiento sea más balanceado, apoyado por una mayor demanda interna. El Presidente electo, Tabaré Vázquez, asumió el 1 de marzo, y en este momento su coalición izquierdista cuenta con una mayoría legislativa. No se anticipan cambios políticos radicales en el futuro cercano, debido a la postura más moderada que han tomado estos partidos en años recientes y a las limitaciones fiscales impuestas por los altos costos del servicio de deuda y el restringido acceso al financiamiento que enfrentan. Se espera que el programa del Fondo Monetario Internacional (FMI) que termina en febrero sea sucedido por uno nuevo que exija regulaciones fiscales y de política monetaria igualmente estrictas, lo que limita aún más el margen para maniobrar que tiene el nuevo gobierno.

Las dinámicas de la deuda mejoraron significativamente el año pasado debido al crecimiento económico y una apreciación real estimada del 13% del peso Uruguayo. La deuda pública cayó desde el 109% del PIB para fines del 2003, a un estimado del 89% para fines del 2004. Con cerca del 95% de la deuda pública denominada en moneda extranjera, la tasa cambiaría es obviamente un factor crucial de leverage. Una apreciación real continua, aunque más lenta, para este año debiera ayudar a reducir la deuda en otro 12% del PIB, con el apoyo de un superávit primario del

### Desempeño Económico y Perspectivas

(%, Años al 31 de diciembre)

	2002	2003	2004*	2005**	2006**
Crecimiento Real PIB	(11.0)	2.5	12.3	6.2	4.0
IPC (Promedio Anual)	14.0	19.4	9.2	8.6	8.5
Balance Presupuestario como % del PIB	(5.0)	(4.5)	(2.4)	(2.0)	(2.0)
Cuenta Corriente como % del PIB	2.6	0.5	0.1	(0.2)	(0.2)

\*Estimado. \*\*Proyectado. PIB – Producto Interno Bruto. IPC – Índice de Precios del Consumidor. Fuente: Banco Central de Uruguay, Fondo Monetario Internacional y estimados de Fitch Ratings.

sector público aproximado al 3,5% del PIB. Las autoridades lograron generar un superávit similar en el año 2004, ya que los ingresos tributarios corporativos fueron mucho mayores de lo que se esperaba, debido en parte a la alta rentabilidad registrada entre los exportadores que se beneficiaron de un mejor acceso a los Estados Unidos y a un aumento en la demanda regional.

Aunque los requisitos de amortización de deuda del mercado externo son bajos, se espera que este año las autoridades emitan cerca de US\$400 millones con el fin de financiar repagos al FMI. Se espera también que cerca de US\$715 millones (15% de los actuales recibos externos y un 5% del PIB) se destinen al FMI, una cifra que aumentará a US\$1.560 millones en el año 2006 (mil millones de dólares como obligación). Estos grandes repagos conforman la mayor parte de las amortizaciones del sector público y destacan la importancia de volver a contar con reservas internacionales y seguir cumpliendo con los acuerdos pactados con el FMI, con el fin de recibir préstamos y extensiones adicionales.

El servicio de deuda aproximado al 29% del PIB se considera alto en comparación con aquel efectuado por otros soberanos de la misma categoría, pero si asumimos que los vencimientos están cubiertos por préstamos multilaterales y una modesta emisión en el mercado, este pago no debiera presentar problemas. Aún se tiene que poner a prueba el nuevo nivel de tolerancia de las autoridades para cumplir con sus obligaciones y su habilidad para entrar a mercados durante periodos de

stress. El interés equivale a aproximadamente un 5% del PIB y a un 21% de las ganancias, lo que ubica la mayor parte de éste dentro del cuartil superior de su similares clasificados en B. Considerando la composición en monedas, una depreciación importante de la tasa de cambio aumentaría los costos de interés, poniendo una presión considerable sobre las finanzas públicas. Del mismo modo, otra ronda de golpes a la confianza del sector bancario que requiere del apoyo público, también impondría una importante presión sobre las finanzas gubernamentales.

Estas incertidumbres se ven mitigadas en parte por la baja probabilidad de una depreciación significativa; aunque el peso aumentó su valor en el último año, se mantiene bastante débil en términos reales, en relación a los niveles históricos. Además, la mayor parte de los depósitos de no residentes han sido retirados del sistema, dejándolo menos vulnerable a los impactos externos. Estas condiciones mitigantes y sin considerar el hecho que la reestructuración del año 2003 no afectó el valor nominal, mantienen las incertidumbres acerca de la voluntad de pago. Casi toda la deuda del mercado conlleva ahora tanto cláusulas de acción colectiva como cláusulas globales, lo que sugiere que si debieran soportar una importante presión, las autoridades se verían más inclinadas a considerar otro ajuste. Por lo tanto, las mejoras sustanciales en la calidad crediticia dependerán en un aumento en la certidumbre de la continuación del desempeño fiscal prudente, el crecimiento económico sostenido y el fortalecimiento del sistema bancario. ■

Copyright © 2005 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from US\$1,000 to US\$750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from US\$10,000 to US\$1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.