

ACUERDO CON FMI Y LAS RELACIONES CON HOLDOUTS: SU IMPORTANCIA PARA LAS CLASIFICACIONES SOBERANAS DE ARGENTINA

Morgan Harting, Nueva York

El 3 de junio de este año, Fitch clasificó los nuevos bonos soberanos argentinos emitidos como parte del canje de deuda del país, por un valor de US\$35 mil millones, de la siguiente manera: B- para los valores regidos por las leyes argentinas y CCC+ para aquellos regidos por leyes extranjeras. Los bonos que no se encuentran garantizados en el canje se

mantienen en default debido a que el gobierno ya no los administra.

Con un número de transacciones que regresó a los niveles previos a la crisis, después de registrar una contracción del 24%, el ciclo de recuperación de Argentina que comenzó en abril del 2002 se ha completado en términos reales, al

vea Clasificaciones Soberanas de Argentina en página 2

BANCA ARGENTINA: VIENTOS DE CAMBIOS

Ana Gavuzzo, Buenos Aires, Argentina

La resolución final del canje de la deuda externa Argentina debiera resultar

positivo para la banca de este país. Aunque la mayoría de los bancos se adhirió al canje realizado en noviembre de 2001, las incertidumbres relacionadas al soberano impactaron fuertemente al sistema financiero, mucho más que a cualquier otro sector económico. El desempeño del sistema financiero se encuentra íntimamente ligado al de la economía, y las políticas soberanas pueden tener un efecto directo sobre los negocios bancarios, como fue el caso del congelamiento obligatorio de los depósitos realizado en diciembre del 2001 y la pesificación asimétrica de préstamos y depósitos en el año 2002. Fitch Ratings está conciente del esfuerzo que realizan

LINKS DE INTERES

- [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

vea Banca Argentina en página 3

EN ESTA EDICION

[Acuerdo con FMI y las Relaciones con Holdouts: Su Importancia para las Clasificaciones Soberanas de Argentina.....1](#)

[Banca Argentina: Vientos de Cambios1](#)

[Aerolíneas Latinoamericanas: Altos Costos del Combustible y la Competencia Presentan Riesgos para el Desempeño A Pesar del Sólido Tráfico6](#)

[Sector Petrolero Privado de Venezuela: El Cambio está en el Aire7](#)

[Nueva Ley Eléctrica Chilena: Efecto Positivo A Corto Plazo para las Generadoras, pero Persisten Desafíos Futuros8](#)

[Préstamos para Pensionados: Más Riesgo de lo que Parece.....10](#)

[Embotelladoras Mexicanas: Soportando la Tormenta de las Marcas B.....12](#)

[Leasing Habitacional — ¿Bajos Prepagos Para Siempre?.....15](#)

[Riesgo de las Administradoras en Brasil: Las Diferentes Partes Forman el Todo.....16](#)

[Productores Brasileños de Mineral de Hierro: Beneficios de un Sólido Ciclo19](#)

Julio 2005 • Volumen 4 • Número 3

CLASIFICACIONES SOBERANAS DE ARGENTINA

viene de página 1

menos estadísticamente. La reestructuración de una parte importante de la deuda gubernamental en bonos y la cesación de pagos para la mayor parte del resto de la deuda han relajado las necesidades de financiamiento y los costos de intereses, aunque los repagos multilaterales se mantienen bastante onerosos. Una mejora sustancial en las cuentas corrientes también ha ayudado a acumular reservas internacionales, lo que ha permitido generar un pequeño margen para maniobrar, a pesar del acceso limitado al nuevo financiamiento. El sistema financiero ha vuelto a registrar ganancias, aunque pasarán varios años antes que se pueda obtener un capital neto positivo en términos económicos. A pesar de estos avances, la recuperación sigue siendo precaria, y las ganancias que se han conseguido hasta el momento no se pueden extrapolar para el futuro.

La mayor parte de esta recuperación ha estado basada en el uso de la capacidad existente para aprovechar los términos positivos de impacto en las transacciones que surgiera de la aguda devaluación y los mayores precios de commodities. El crecimiento sostenible que se logre de ahora en adelante necesitará cada vez más de nuevas inversiones de capital a largo plazo. Hasta el momento, las inversiones se han financiado principalmente con ganancias retenidas y “ahorros guardados bajo el colchón” para proyectos a corto plazo e inventario. Con el fin de atraer nuevo capital, la confianza en la política fiscal y la estabilidad legal deberá mejorar. Si no se realizan estos cambios, la prima asociada con la incertidumbre respecto a la futura tributación, la inflación y la regulación se convertirá en un importante lastre para las decisiones de inversión en el sector privado.

La clave de la sustentabilidad de la deuda será el acceso a nuevos fondos de multilaterales y mercados de capital para refinanciar los vencimientos en el corto plazo. Excluyendo los avances del Banco Central para el gobierno, las amortizaciones de la deuda pública se estiman en US\$6,2 mil millones (3,5% del

PIB) para el segundo semestre del 2005 y en US\$13,3 mil millones para el 2006 (6,6% del PIB). Los pagos para multilaterales conforman la mitad del total de amortizaciones para este periodo, lo que hace sumamente importante que el gobierno asegure la aprobación de un nuevo programa con el Fondo Monetario Internacional (FMI) con el fin de refinanciar una parte importante de dichos pagos. Un acuerdo con el FMI también mejoraría los prospectos para las emisiones en los mercados locales y extranjeros.

El último programa de Argentina con el FMI no se completó, y lo más probable es que un nuevo acuerdo requiriera de compromisos para abordar varios de los mismos asuntos pendientes, incluyendo un tratamiento para los holdouts, una reforma para el sector energético y el desempeño fiscal. Todos estos asuntos tienen una carga política, lo que complica los prospectos para que el gobierno firme una carta de intención antes de las elecciones legislativas de octubre. Sin embargo, si se aplaza el acuerdo para después de las elecciones se podría exacerbar el riesgo de refinanciamiento, particularmente si las alzas en los gastos hacen aumentar las necesidades de financiamiento a medida que se acercan las elecciones. Potencialmente, se podría utilizar una parte de los US\$22,3 mil millones en reservas internacionales para las amortizaciones externas, pero esta situación podría poner en peligro la habilidad del Argentina para soportar los impactos que sufra la confianza hacia el país. La autoridad que tenga el gobierno para acceder a estas reservas también podría estar en problemas, debido a que ya se alcanzó el límite legal en la línea de crédito otorgada por el Banco Central. Los préstamos otorgados por multilaterales fueron otorgados al fisco y no al banco central, por lo que es posible que el banco no pague a los acreedores gubernamentales directamente.

En caso que estuviera disponible el financiamiento adecuado, la combinación del superávit fiscal, las bajas tasas de

interés real y la expectativa de una apreciación real de tasa de cambio sugieren que la deuda gubernamental podría seguir bajando durante varios años. Se espera que el índice de deuda gubernamental a PIB cierre el año en cerca de un 82%, y el caso base de Fitch asume que alcanzará cerca de un 66% durante los próximos dos años. La baja en los precios de las commodities sería un riesgo clave para esta situación, ya que tomaría tanto las ganancias gubernamentales como el superávit de cuentas corrientes, lo que potencialmente provocaría que volvieran a subir tanto la deuda externa como la gubernamental. Los fallos contra el gobierno, dictados tanto en cortes locales como internacionales, en los que se ordenan pagos en efectivo o nueva emisión de deuda, también podría hacer peligrar las dinámicas de la deuda.

Se requerirá de reforma fiscal con el fin de sostener el superávit principal en su nivel actual de 3,5%–4% del PIB sin afectar los prospectos de crecimiento. Lo que es más importante, los impuestos de exportaciones y los impuestos para transacciones financieras, que fueron implementados originalmente durante la crisis, deberán ser reconsiderados. Las ganancias obtenidas de estos dos impuestos conforman todo el superávit primario. Por el lado de los gastos, las obligaciones de interés comenzarán a subir a medida que el gobierno regresa a los mercados de capital y terminen los periodos de gracia para los bonos ya existentes, lo que hará necesario reducir gastos en otras áreas o incorporar nuevas fuentes de ingresos. También se deberá compensar cualquier aumento salarial o de las pensiones.

Los riesgos legales seguirán colgando sobre la habilidad del gobierno para administrar sus bonos hasta que se normalicen las relaciones con los acreedores. Los juicios pendientes en los EE.UU. retrasaron el canje de deuda, y lo más probable es que se realicen nuevos intentos para retener pagos relacionados con intereses y principal. Fitch considerará las ordenes judiciales que impiden a los

CLASIFICACIONES SOBERANAS DE ARGENTINA

viene de página 2

tenedores de bonos recibir pagos completos y oportunos como eventos de default. Es difícil calcular las posibilidades precisas de ganar en estos juicios, pero queda claro que para el futuro cercano, existen ciertos holdouts que se inclinan a presentar demandas. La posibilidad de alcanzar acuerdos fuera de las cortes con estos holdouts se complica debido a que Argentina aprobó este año una ley que impide al gobierno reabrir el canje de deuda. Además, las obligaciones de canje impiden que el gobierno ofrezca mejores términos para los holdouts, a menos que estos hagan extensivos los mismos términos para los participantes involucrados en el canje original.

Los niveles de deuda externa y deuda gubernamental se encuentran más altos que aquellos registrados entre los pares de la categoría B, pero sus perfiles de vencimiento se comparan menos desfavorablemente como resultado del alivio que significó la reestructuración y la cesación de pagos para holdouts, particularmente en el caso de la deuda gubernamental. Los repagos de principal a las multilaterales para este año y el próximo se consideran altos en relación al financiamiento disponible, pero el servicio de deuda gubernamental total, equivalente a un 11% del PIB en el 2005, es inferior al de algunos pares, tales como El Líbano (B- clasificación en moneda extranjera a

largo plazo; 49% del PIB), Papua Nueva Guinea (B, clasificación MELP; 31% del PIB), y Ghana (B+ clasificación MELP; 15% del PIB). Se espera que la deuda externa neta relativa a las exportaciones sea la segunda más alta dentro de la categoría B este año, en un 242%, y que el servicio de deuda externa también debería ser el segundo más alto con un 34% de las exportaciones, a pesar del alivio logrado este año con el canje de deuda. Los índices relativamente altos de servicio de deuda pública y externa son especialmente preocupantes, porque, como quedó demostrado con el default del 2001, incluso un servicio de deuda que se encuentre por debajo del promedio resulta insostenible si la confianza del mercado se pierde. A las puertas del default de fines del año 2000, los índices de deuda externa y gubernamental se encontraban en promedios similares a los de sus pares.

Las clasificaciones para los bonos en moneda local y extranjera mejor clasificados son iguales. Durante la reciente crisis, el gobierno cayó en default tanto con sus bonos en moneda local como extranjera, y se espera que cualquier reestructuración futura sea igual de inclusiva. Tras la reestructuración y las recientes emisiones del mercado local, cerca de un 28% de la deuda general gubernamental se debe ahora en pesos, comparado con menos de un 10% en el

2000. Además, el perfil de vencimientos de la deuda en pesos es considerablemente más reducido que el de los bonos en moneda extranjera. Estas diferencias harán más difícil que la deuda denominada en pesos evite quedar atrapada en las futuras reestructuraciones que buscarían aliviar el servicio de deuda a corto plazo.

Uno de los requisitos más importantes para que mejore la calidad crediticia del soberano de Argentina es la normalización de sus relaciones con los acreedores. Hasta que esto se logre, la clasificación de default del emisor y las clasificaciones de los bonos elegibles no garantizados en el canje continuarán en default. El actual estatus de default de los bonos no garantizados obstaculiza la posición de crédito de los bonos administrados, porque limita la habilidad del gobierno para lograr financiamiento. Además, existe el riesgo de que los tenedores de bonos en default logren fallos legales que interrumpan los pagos para los bonos productivos. Estas incertidumbres representarán un lastre para la mejora del crédito, incluso si se confirman las expectativas de las bajas en la deuda externa y la deuda pública, y el crecimiento se sostiene más tiempo del esperado. ■

BANCA ARGENTINA

viene de página 1

los bancos para reforzar sus balances y recuperar los negocios bancarios tradicionales. Fitch espera que las clasificaciones nacionales reflejen los cambios positivos registrados este año, manteniéndose en línea con el desempeño y la calidad crediticia del soberano.

La recuperación del sistema bancario argentino comenzó en el 2004 y se ha visto evidenciada por cinco tendencias principales: 1) reactivación de préstamos; 2) sólida expansión de los depósitos y una alta liquidez; 3) alza en la calidad de los

activos; 4) mejora en las ganancias operativas y 5) tendencias positivas de la solvencia.

Reactivación de Préstamos

Durante el año 2004, los préstamos al sector privado aumentaron en un 26%, revirtiendo la tendencia a la baja registrada durante los pasados cinco años. Esta tendencia al alza continuó durante el primer trimestre del 2005, período en que estos préstamos aumentaron un 29% sobre una base anualizada. La expansión de los

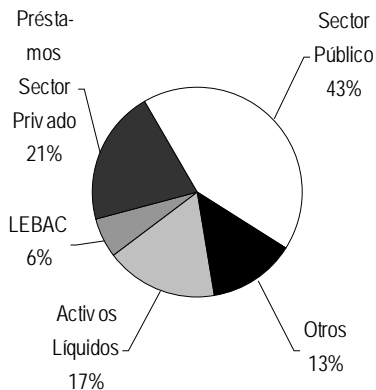
créditos se ha visto fomentada por los préstamos de consumo y las líneas comerciales (71% y 33% del aumento anual del 2004, respectivamente). En opinión de Fitch, este crecimiento es positivo, ya que debiera permitir que se recuperen los ingresos base.

Sin embargo, incluso con un crecimiento tan marcado, los préstamos siguen representando sólo un 31% del total de los activos, comparado con un 57% del nivel total registrado antes de la crisis. El

BANCA ARGENTINA

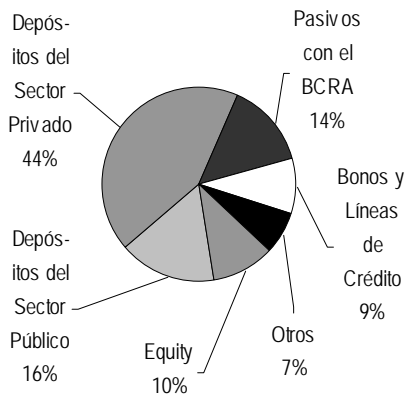
viene de página 3

Activos del Sistema Financiero
(Al 31 de diciembre, 2004)



LEBAC – Letras del Banco Central.
Fuente: Banco Central de la República Argentina.

Pasivos en el Sistema Financiero
(Al 31 de diciembre, 2004)



Fuente: Banco Central de la República Argentina (BCRA).

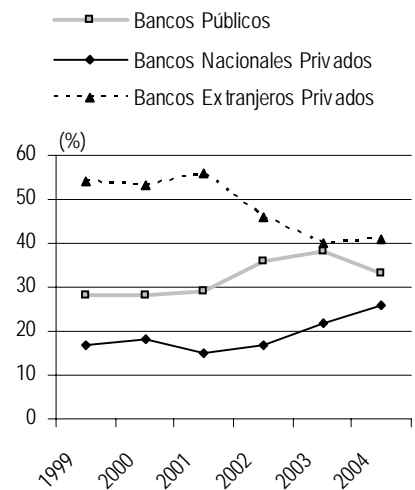
potencial de crecimiento para el año 2005, aunque sigue representando un desafío, se considera favorable debido a la esperada alza en la demanda por créditos y una penetración de la industria bancaria que sigue siendo baja en la economía de Argentina. Al compararlo con otros países emergentes y desarrollados, el índice de activos totales del sistema financiero sobre el PIB para Argentina es relativamente bajo, un 63%, mientras que para Brasil los activos representan 1,1

veces el PIB; en Chile, 2,1 veces; y en EE.UU., 3,1 veces.

Sólida Expansión de Depósitos y Alta Liquidez

Quizás uno de los mejores indicadores del aumento de la confianza dentro del sistema bancario es la marcada alza del 26% en los depósitos efectuados en el año 2004, la que estuvo acompañada por una incipiente extensión del promedio de vencimientos. El sector público, que duplicó sus depósitos el año pasado gracias a una mejora en la recolección tributaria, impulsó la mayor parte de la expansión de depósitos. No obstante, durante el segundo semestre del 2004, los depósitos dentro del sector privado crecieron un 14%, y durante el primer trimestre del 2005, aumentaron otro 7,2%. Los bancos con matrices extranjeras perdieron participación de mercado, lo que favoreció principalmente a los bancos con propietarios nacionales, los que casi duplicaron su participación de mercado en total de depósitos. Este crecimiento en los depósitos no sólo ayudará a fomentar la expansión de créditos, sino que además abre las puertas para una mayor generación de ingresos por administración.

Participación de Mercado de Depósitos por Tipo de Banco



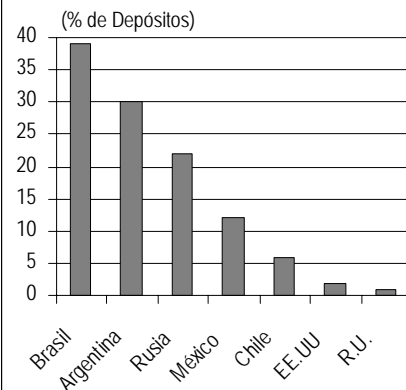
Fuente: Banco Central de la República Argentina.

En opinión de Fitch, el sistema financiero se mantiene con una liquidez muy alta y en buen estado para reactivar el crecimiento de los préstamos. Para el primer trimestre del 2005, los niveles de liquidez alcanzaron un 30% de los depósitos del sector no financiero. Este porcentaje es mayor que el de casi todos los sistemas de mercados emergentes y se encuentra muy alejado de los índices de los mercados desarrollados. Fitch espera que cuando se reactiven los préstamos los niveles de liquidez bajen moderadamente sin afectar de manera adversa el bienestar del sistema financiero.

Mejora la Calidad de Activos

Los préstamos del sector privado muestran una mejora en su calidad, tendencia que Fitch espera se mantenga a medida que la economía sigue recuperándose en el año 2005. Ya en el primer trimestre del 2005, el índice de préstamos no productivos marcó un 15,8%, versus un 18,6% para fines del año 2004. El cambio en la calidad crediticia comenzó a registrarse en el segundo semestre del 2004, gracias al efecto combinado del crecimiento de los préstamos y una baja de la morosidad. Como resultado de lo anterior, los índices de no productividad han mejorado significativamente cuando se comparan con los altos niveles que alcanzaron

Reservas de Liquidez
(Al 31 de diciembre, 2004)



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

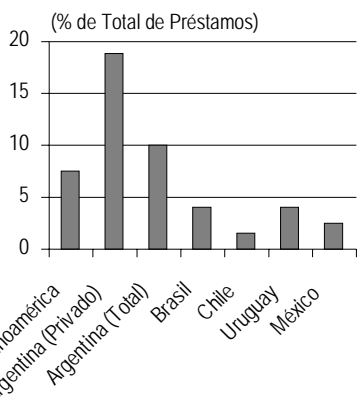
vea Banca Argentina en página 5

BANCA ARGENTINA

viene de página 4

Carteras Latinoamericanas No Productivas

(Al 31 de diciembre, 2004)



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

durante la crisis. Además, las reservas de pérdidas de préstamos han mejorado, resultando en que la cartera no productiva prácticamente no afectó el patrimonio neto (en términos de promedio para el total del sistema financiero) en el año 2004. Los préstamos problemáticos que no tenían provisiones habían alcanzado un alto 20% del patrimonio neto total, nivel que Fitch considera una amenaza para la solvencia. La principal exposición de crédito del banco se encuentra en el sector público (50% de los activos), lo que Fitch considera de alto riesgo. Aunque la exposición al sector público puede declinar lentamente debido a la amortización de principal y a la valoración gradual a precio de mercado de la deuda, ésta se mantendrá alta. Lo más probable es que el gobierno emita deuda en el mercado local con el fin de refinanciar una parte de la amortización de ésta. Es posible que los bancos deban invertir en esta nueva deuda soberana.

Mejora de Ganancias Operativas

Fitch considera favorables las recientes tendencias positivas que han mostrado las ganancias operativas y espera que éstas sigan firmes en el corto plazo. La mejora

de los márgenes (como resultado del alza en el crecimiento de los préstamos en el sector privado) y las menores provisiones han ayudado a los resultados base durante el segundo semestre del 2004 y el primer trimestre del 2005. Los indicadores de rentabilidad siguen comparándose de manera negativa con aquellos de sus pares latinoamericanos, ya que los bancos siguen enfrentando pérdidas derivadas de los ajustes de productos generados por la crisis (amortización de pagos mandados por la corte y ajustes de la valoración de los activos del sector público). No obstante, la mejora de la rentabilidad de las actividades base debiera verse reflejada eventualmente en los resultados finales de los bancos.

Tendencias Positivas de la Solvencia

El pronóstico de Fitch para la solvencia de los bancos argentinos es positiva. El sistema financiero en su totalidad recibió ARP2,3 mil millones en capital durante el segundo semestre del 2004, y según el Banco Central, existen acuerdos para realizar contribuciones adicionales para el presente año. Estos acuerdos se encuentran relacionados con el esperado

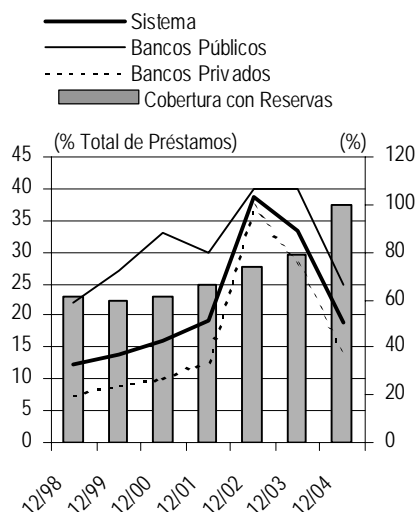
crecimiento y el aumento gradual de los requisitos de capital descritos en una regulación prudencial. La mejora de la rentabilidad también debiera impulsar la generación de capital. Para el primer trimestre del año 2005, el índice de *equity* a activos del sistema alcanzó un 12%, nivel similar al registrado antes de la crisis, a pesar del aumento en los activos y las severas pérdidas sufridas durante el 2002 y el 2003.

Los Desafíos Pendientes

Aunque las actuales tendencias y el pronóstico en el mediano plazo para el sistema bancario son positivos, aún persisten incertidumbres a corto plazo relacionadas con las clasificaciones. A saber:

- **Exposición Excesiva al Sector Público:** Como ya se mencionara, Fitch considera que el riesgo del sector público es alto, según se refleja en la clasificación soberana en B-. Aunque los bancos no mantienen deuda externa, Fitch no piensa que los riesgos de la deuda local y externa se encuentren completamente separados. El crecimiento en los préstamos para el sector privado debiera, eventualmente, reducir el peso de la exposición al sector público de los balances bancarios, pero Fitch continuará sintiendo incertidumbre hasta que mejore materialmente el riesgo del sector público.
- **Brecha de Tasas de Interés y Valor de las Monedas:** La mayor parte de los activos, en particular los préstamos para el sector público, se ajustan de acuerdo al CER (Coeficiente de Estabilización de Referencia, índice de ajuste basado en la inflación), lo que significa que estos activos acumulan intereses de acuerdo a una tasa fija además del ajuste por inflación. Sin embargo, la mayor parte de los pasivos paga una tasa de interés variable, lo que deja la rentabilidad expuesta a la volatilidad de la tasa de interés. Debido a que existe un mayor volumen de activos que de pasivos en moneda extranjera, a Fitch también le preocupa la exposición de los bancos a la volatilidad de la tasa de cambio.

Sector Privado Préstamos No Productivos



Fuente: Banco Central de la República Argentina.

BANCA ARGENTINA*viene de página 5*

- **Concentración en Depósitos y Préstamos a Corto Plazo:** La estructura de financiamiento de los bancos sigue descansando fuertemente en las transacciones a corto plazo (más del 80% de los depósitos se aceptan a menos de 30 días), lo que debilita el sistema financiero y afecta de manera negativa las posibilidades de crecimiento para los créditos a mediano y largo plazo.
- **Incertidumbre Relacionada con el Estatus Legal de los Depósitos Reprogramados:** La Corte Suprema de Argentina aún no ha fallado acerca de la constitucionalidad de la pesificación. En caso que la corte determinara que la pesificación de los depósitos a una tasa

de cambio inferior a la del mercado fuera inconstitucional (el escenario menos probable, en opinión de Fitch), los bancos podrían continuar sufriendo el peso de los procedimientos legales instigados por los depositantes. No se conoce el momento en que se dicte un fallo, pero Fitch no espera que sea antes de octubre.

- **Alto Costo de Amortización para Pagos Ordenados por la Corte:** Los bancos siguen soportando las consecuencias de algunos fallos judiciales que los forzaron a realizar pagos completos en dólares a los depositantes (según las tasas de cambio del mercado) durante el momento más

álvido de la crisis de devaluación. Las pérdidas generadas por estos pagos se amortizarán a lo largo de los 48–60 futuros meses, por ende éstos seguirán presionando la rentabilidad de las instituciones financieras y la generación de capital.

Estos desafíos ya se ven reflejados en las clasificaciones asignadas por Fitch para los bancos argentinos. Fitch se encuentra evaluando la importancia que las tendencias financieras y económicas debieran tener sobre las clasificaciones en el corto plazo. ■

AEROLÍNEAS LATINOAMERICANAS: ALTOS COSTOS DEL COMBUSTIBLE Y LA COMPETENCIA PRESENTAN RIESGOS PARA EL DESEMPEÑO A PESAR DEL SÓLIDO TRÁFICO*Giovanna Caccialanza, Nueva York*

En los meses anteriores, Latinoamérica ha visto una fuerte recuperación en la demanda por servicios de viaje aéreo para pasajeros. Las empresas locales están presentando rutas nuevas y siguen sumando capacidad a sus flotas. No obstante, el ambiente operacional se mantiene como un desafío, ya que los altísimos costos del combustible, el alto leverage y la renovada competencia afecta los márgenes de rentabilidad.

Los costos del combustible se mantienen en un lugar destacado dentro de la lista de riesgos para las compañías latinoamericanas, lo que daña el desempeño operacional. Muy pocos operadores regionales han podido compensar, como mínimo, una parte de los costos incrementales relacionados con el combustible, por medio de coberturas y aumentos en las tarifas para pasajeros. La empresa chilena LAN Airlines se encuentra en la cima dentro de las compañías rentables de la región, debido a su sólida posición comercial, un particular modelo de negocios que combina operaciones de carga y pasajeros, además

de una liquidez y una estructura de capital robusta. La empresa brasilera GOL Airlines, con su modelo de bajos costos y sus altos márgenes, también ha podido soportar los precios del combustible. Sin embargo, la presión ejercida por éstos sigue dejando a varias aerolíneas (que ya presentan una precaria situación financiera) sin escalas, una alta base de costos y estructuras de capital con *leverage*.

La competencia extranjera, que disminuyó a raíz de los atentados del 11 de septiembre del 2001 y a la debilidad económica resultante, ha regresado a la región, atraída por las fuertes tendencias de tráfico regional; en este momento, las empresas extranjeras se encuentran agregando capacidad a las flotas para los destinos de alto tráfico que van a Sudamérica. Las actividades para la consolidación también podría intensificarse durante los próximos meses. Una mejor cobertura de escalas y rutas permiten una mayor rotación de máquinas y la maximización del uso de la capacidad de las empresas, una estrategia clave junto

con el manejo de costos y la eficiencia operacional en una industria que presenta costos fijos muy elevados. Hasta la fecha, uno de los principales obstáculos para la consolidación regional han sido las fuertes deudas financieras y problemas laborales de las potenciales empresas a adquirir y las dificultades financieras de varios de los posibles compradores, principalmente las empresas norteamericanas. Por otro lado, es posible que las compañías regionales que tienen sólidas situaciones financieras no quieran aprovechar las oportunidades de adquisiciones que podrían poner en peligro sus perfiles financieros. Las empresas europeas representan tanto el mayor grado de competencia como las más sólidas oportunidades de consolidación para la región. La actividad entre las empresas regionales mantendrá su ritmo frenético durante los siguientes meses. Recientemente, LAN Airlines adquirió una licencia para operar en Argentina, y planea comenzar con los vuelos nacionales pronto. Cintra, el holding gubernamental dueño de las mayores empresas de transporte aéreo de México, Aeroméxico y Mexicana de Aviación,

vea Aerolíneas Latinoamericanas en página 7

AEROLÍNEAS LATINOAMERICANAS*viene de página 6*

planea vender ambas compañías en el 2005 y el 2006. Las aerolíneas mexicanas, que informaron pérdidas en el año 2003, sufrieron un cambio en el año 2004. VARIG, empresa brasilera que presenta problemas financieros, busca un plan de reestructuración con el gobierno y una sociedad con la empresa TAP Portugal, de ese país, que podría incluir fondos de

capitalización por parte de TAP. El Grupo TACA de Centroamérica, una empresa rentable que también opera desde Perú, planea expandir su capacidad. Recientemente, la aerolínea recibió financiamiento de la International Finance Corporation para comprar aeronaves Airbus. Finalmente, Avianca de Colombia, bajo el mando de su nuevo dueño Sinergy

Group de Brasil, emergió desde la bancarota, reestructuró su deuda y actualmente planifica inversiones durante el año 2005 para renovar y expandir su flota, con el fin de agregar rutas locales e internacionales. ■

SECTOR PETROLERO PRIVADO DE VENEZUELA: EL CAMBIO ESTÁ EN EL AIRE*Hilario Ramirez, Caracas, Venezuela*

Los recientes cambios en el sector petrolero venezolano indican un posible fin para los incentivos que atrajeron la inversión privada al país en los años noventa. Aunque aún se discuten y negocian varios asuntos, la presión gubernamental sobre el sector petrolero privado es evidente. Los acuerdos de servicios operativos (ASOs) podrían ser los más afectados, ya que enfrentan impuestos significativamente más altos y la amenaza de cambios en la propiedad. Los proyectos de petróleo extra pesado de Venezuela (PPEPVs), que se crearon para producir y actualizar crudo extra pesado, han experimentado una aguda alza en royalties, aunque los actuales altos precios del petróleo han mitigado en gran parte el impacto que pudiera sufrir la calidad crediticia promedio. No obstante, algunos de los asuntos legales y operacionales que aún se discuten podrían representar una amenaza real en el futuro cercano. Fitch Ratings no clasifica ASOs y asigna una clasificación BB a los PPEPVs (Outlook Estable). Vale la pena monitorear los actuales y futuros acontecimientos, ya que podrían tener implicaciones en las clasificaciones.

ASOs y PPEPVs: Problemas desde su Inserción

En los años noventa, se firmaron varios acuerdos entre el gobierno venezolano y el sector petrolero privado con el fin de atraer inversionistas extranjeros. El sector privado seguía a mal traer después de la

nacionalización de la industria petrolera en 1975, así como con el precio WTI del crudo, que para 1998 había alcanzado su nivel más bajo en 10 años. Los acuerdos firmados entregaron condiciones favorables para el sector privado, que actualmente se encuentran bajo debate legal y económico. Específicamente, dos de estos tipos de acuerdos se encuentran bajo discusión: los ASOs y los PPEPVs.

Entre 1992 y 1997, PDVSA subastó los derechos para reactivar y desarrollar ciertos yacimientos que ya no cumplían con su tasa de retorno mínimo. En los ASOs resultantes, el operador se hacía cargo de todos los gastos de capital y pagaba todos los gastos operacionales a nombre de PDVSA a cambio de un pago por cada barril producido (el pago que se cobraba por ASOs durante el primer trimestre del 2005 era de US\$18 por barril, según fuentes oficiales). Actualmente, 32 yacimientos que producen cerca de 500.000 barriles diarios producen bajo la modalidad ASOs. En el año 1998, se aprobaron cuatro proyectos conjuntos integrados verticalmente en el Cinturón del Orinoco para la producción y actualización de petróleo crudo extra pesado (promedio de gravedad API de nueve grados), así como para la comercialización de petróleo crudo sintético actualizado (gravedad API entre 16 y 32 grados). Estos proyectos conjuntos, denominados Proyectos de Petróleo Extra Pesado (PPEPs) del

Cinturón del Orinoco fueron implementados mediante acuerdos entre PDVSA y varias compañías privadas extranjeras. Actualmente, los PPEPs producen cerca de 600.000 barriles diarios.

En términos fiscales, los ASOs fueron denominados como proveedores de servicios, debiendo pagar un impuesto sobre utilidades del 34% (equivalente al que paga una compañía no petrolera), donde no se aplicaban royalties. Las tasas de royalty e impuesto sobre utilidades para los PPEPVs se fijaron en un 1% y un 34%, respectivamente. Estas tasas resultaron ser considerablemente más bajas que las de 16 2/3% para royalties y 67 2/3% para impuestos establecidas bajo la Ley de Hidrocarburos de 1943 y la Ley Tributaria de 1967.

Los Eventos Recientes ponen en duda los Incentivos

El gobierno afirma que debido a que las actividades de los ASOs se relacionan con la producción del petróleo, debieran pagar impuestos como las compañías petroleras, y no como compañías de servicios. Eso llevaría la tasa de impuestos sobre utilidades de los ASOs al 50%, según se establece en la Ley Tributaria del 2001 para PDVSA y para los productores petroleros. Otro tema importante se centra en la propiedad de los ASOs, ya que antiguamente la producción petrolera estaba reservada exclusivamente para el gobierno y, según indica la más reciente

SECTOR PETROLERO PRIVADO DE VENEZUELA*viene de página 7*

Ley de Hidrocarburos (2001), debe permanecer bajo el control de la autoridad. Por ende, el gobierno tiene la intención de tomar el control de las ASOs, para a su vez transformarlas en compañías conjuntas entre el gobierno y el sector privado.

En septiembre del 2004, el gobierno aumentó la tasa de royalty para las PPEPVs desde un 1% a un 16 ²/₃%, argumentando que esta tasa prevalecía por ley (la Ley de Hidrocarburos de 1943) al momento en que estos proyectos fueron aprobados por el Congreso. Más recientemente, el gobierno ha comenzado a discutir otras consideraciones para

PPEPVs, cuya producción actual supera el nivel contractual establecido que se les otorgó inicialmente. En un futuro, el gobierno pensaba que los PPEPVs deberían pagar una tasa de royalty del 30% por sobreproducción, según se especifica en la nueva Ley de Hidrocarburos del 2001. Además, se sigue deliberando respecto a otros asuntos relacionados con la operación de las PPEPVs (a saber, las técnicas de producción petrolera que se usan para aumentar la tasa de recuperación de pozos de un 7% a un 22% y el uso final del gas natural en la producción petrolera).

La industria petrolera es cíclica y la política gubernamental ha tendido a fluctuar. Sin embargo, parece probable que las decisiones tomadas recientemente se mantengan en el futuro mediano, incluso con una posible baja de los precios del petróleo. Los altos valores del crudo podrían entregar un poco más de flexibilidad a las compañías privadas (principalmente las PPEPVs); sin embargo, una baja en los precios del petróleo u otros cambios (incluyendo futuros ajustes al régimen tributario) podrían llevar a una situación diferente, poniendo presión sobre la calidad crediticia y potencialmente afectando las clasificaciones de los créditos. ■

NUEVA LEY ELÉCTRICA CHILENA: EFECTO POSITIVO A CORTO PLAZO PARA LAS GENERADORAS, PERO PERSISTEN DESAFÍOS FUTUROS*Jason Todd, Chicago*

Recientemente, el Congreso chileno aprobó una nueva ley, llamada Ley Corta II, que entrega una clara señal al sector energético y resuelve varios asuntos pendientes relacionados con la política energética del país. Al aprobar la ley, el gobierno ha demostrado que reconoce los riesgos que enfrenta el sector energético debido a su dependencia de Argentina como proveedor de combustible, además de la falta de nueva capacidad de generación, así como la importancia de la estabilidad del sector eléctrico para el desarrollo económico del país. Fitch Ratings considera la ley, publicada el 19 de mayo de 2005, como algo positivo para el sector, ya que está diseñada para aumentar la inversión y apoyar una fijación de precios más dinámica, basada en el mercado, mientras se promueve la diversificación de las fuentes de combustible y limita la sobre-dependencia del país en el gas natural de Argentina. En el corto plazo, la ley aliviará parte del costo financiero de las generadoras, proveniente de la crisis energética, permitiendo un alza del 30% de los precios regulados para la energía que se venda a las compañías de distribución. La

ley también entregará incentivos para que las generadoras firmen nuevos contratos con las distribuidoras e inviertan en nuevos proyectos. A pesar de estos aspectos positivos, los nuevos proyectos de generación e infraestructura relacionada toman tiempo para desarrollarse, y Fitch estima que el efecto real de éstos y la mejora en la estabilidad del sistema no se hará evidente al menos hasta el año 2008.

El sector energético chileno se ha visto presionado este año, a medida que las interrupciones en las importaciones de gas natural desde Argentina han afectado la seguridad del suministro de electricidad del país y han resultado en altos costos de producción de electricidad. La escasez de gas natural ha forzado a las generadoras a utilizar fuentes alternativas de combustible de mayor costo (por ejemplo, carbón y diesel) para satisfacer la demanda. Las importantes diferencias entre los costos de generación cada vez más elevados y los contratos de ventas con precios fijos, tanto regulados como negociados, han afectado negativamente los resultados financieros de las compañías que usaban gas natural

como principal fuente de combustible. Estas compañías incluían a Colbún S.A., Sociedad Eléctrica Santiago S.A., AES Gener S.A. y ElectroAndina S.A. Los costos promedio de generación de las plantas de ciclo combinado han aumentado en aproximadamente USD80–USD90 por megawatt hora (MWh) al usar diesel, versus USD15–USD20 por MWh basándose en el gas natural. Sin embargo, Empresa Nacional de Electricidad S.A. (Endesa-Chile), la principal generadora hidroeléctrica del sistema, se ha beneficiado con los mayores precios del mercado spot, debido a una combinación de condiciones hidroeléctricas favorables que se han dado este año y su política comercial de mantener un menor porcentaje de energía producida bajo contrato.

Una iniciativa clave de la ley aumenta la flexibilidad para determinar los precios de nudo regulados, lo que permite que estos precios reflejen mejor el verdadero costo de generación. El precio de nudo en Chile, que es el precio regulado al que las generadoras están obligadas a vender la electricidad a las compañías

vea Nueva Ley Eléctrica Chilena en página 9

NUEVA LEY ELÉCTRICA CHILENA

viene de página 8

distribuidoras, es fijado por la Comisión Nacional de Energía cada seis meses. Recientemente, los precios de nudo han mostrado una tendencia al alza, reflejando el crecimiento en la demanda de electricidad y los mayores costos asociados con un mix de energía que depende fuertemente del gas natural argentino. Estos precios se han visto limitados por una banda en que los precios regulados pueden diferir de los precios estipulados en los contratos sólo en +/- 5%. Lo positivo es que, bajo la nueva ley, los precios de nudo se pueden ajustar dentro de una banda más ancha, de +/- 30%, lo que resulta en precios que se mantienen más cercanos a la realidad del mercado. Considerando los actuales altos costos marginales, se espera que los precios de la energía aumenten entre USD10 y USD15 por MWh en el siguiente ajuste tarifario (15 días después de aprobada la ley), lo que debería aliviar algo de la presión de los costos sobre las generadoras termoeléctricas. Tras el ajuste, los precios de nudo monómicos (energía regulada y cobros por capacidad) se estiman en aproximadamente USD54 por MWh.

El alza en los precios de nudo debiera tener un efecto positivo inmediato sobre todas las generadoras del sistema, aunque en diferentes niveles, dependiendo de la proporción de generación de cada compañía que se vende a los distribuidores. Para las generadoras termoeléctricas, el mayor precio debiera ayudar a cerrar la brecha entre los costos de generación y las compras en el mercado spot; para las generadoras hidroeléctricas, los mayores precios debieran permitir resultados financieros más fuertes.

La ley también apunta a promover la inversión en nuevos proyectos de generación, utilizando otros combustibles aparte del gas natural argentino, específicamente el gas natural licuado (GNL) o el carbón. Hasta ahora, las compañías generadoras de Chile y los auspiciadores de los proyectos energéticos dudaban en invertir, considerando las incertidumbres relacionadas con la disponibilidad y el precio de los

combustibles, los niveles de hidrología, y el futuro precio de las ventas de electricidad a los distribuidores. La demanda de electricidad en Chile sigue siendo fuerte, con un crecimiento aproximado del 6%–7% anual. Para cubrir esta demanda, la capacidad se debe expandir en una tasa promedio de 350 megawatts (MW)–400 MW por año.

La nueva ley permite que las generadoras firmen contratos a largo plazo por hasta 15 años con compañías de distribución a un precio fijo que puede alcanzar un 20% por sobre el precio de nudo fijado en ese momento. Al permitir que se celebren contratos a largo plazo y precio fijo (con mecanismos de indexación) con los distribuidores, las generadoras estarán protegidas de los actuales ajustes semi-anales de los precios regulados, por lo que podrían tomar decisiones de inversión a largo plazo y recibir una tasa de retorno adecuada sobre los flujos de ingresos proyectables contratados. Otro incentivo para las nuevas inversiones es el actual cambio en la ley que prohíbe que las interrupciones del suministro de gas desde Argentina se consideren causas de fuerza mayor, lo que planta la responsabilidad de garantizar la energía contratada firmemente en las generadoras. Fitch anticipa que las actuales y las nuevas compañías generadoras participarán activamente en el nuevo mercado de contratos con los distribuidores, a medida que se siguen perfeccionando las regulaciones asociadas. Esto, a su vez, llevará a contar con una nueva capacidad de generación para el sector durante los próximos años. Las ventas reguladas son una parte importante de la red, comprendiendo aproximadamente dos tercios de las ventas de energía del 2004.

También se incluye en el plan del gobierno (y cuenta con el apoyo de la ley) una terminal de GNL en la región central y un posible gaseoducto para gas natural interconectado entre Perú y el norte de Chile. Estos proyectos debieran mejorar la dependencia y la estabilidad del sector energético al diversificar las fuentes de combustible de Chile. Existe un considerable interés en el proyecto de

GNL que debiera desarrollar la compañía energética chilena Empresa Nacional del Petróleo (ENAP), con una capacidad inicial de nueve a diez millones de metros cúbicos por día. Los interesados en participar en el proyecto que ya se han anunciado incluyen a MetroGas S.A., Endesa-Chile y Colbún. Por el momento, las capacidades de alimentación dual (gas/diesel) de las actuales instalaciones que funcionan a gas debieran asegurar el abastecimiento de la mayoría de la demanda de electricidad en la región central (Sistema Interconectado Central) bajo condiciones hidrológicas normales y toda la demanda de la región nortina (Sistema Interconectado del Norte Grande). ENAP ha cubierto sus compras de petróleo hasta principios del 2006 para ayudar a limitar el efecto sobre las compañías de generación dual de las futuras importantes alzas en los precios del petróleo. Las preguntas clave son a qué precio se puede producir la energía y cómo y cuando se reconocerá la nueva realidad del mayor costo de la electricidad en los contratos privados a largo plazo ya existentes, que se firmaron antes de la crisis (que han actuado como anclas para el aumento de los precios de nudo).

La gran ausente de la nueva ley es la propuesta para limitar la participación del gas que viene de un solo país a un 85%, lo que no fue aprobado por el Congreso. Fitch considera que la decisión adoptada por el Congreso es positiva. Una limitación en el uso de una fuente de energía barata, incluso si es irregular (como el gas argentino), no sigue la línea de los principios basados en el mercado de la ley eléctrica de Chile. Es más probable que los incentivos para emplear combustibles alternativos para nuevos proyectos permitan un sistema eléctrico seguro y brinden diversificación, en vez de excluir una fuente potencialmente beneficiosa de energía en el futuro.

Al aprobar esta ley, el gobierno intenta aliviar un poco la presión a corto plazo y asegurar el abastecimiento a largo plazo de energía para el país. Como ya se mencionara, es poco probable que la situación respecto del gas natural

NUEVA LEY ELÉCTRICA CHILENA

viene de página 9

argentino mejore en el corto plazo, y hasta la fecha no se han iniciado proyectos de inversión en Chile. Se espera que los mayores precios regulados apoyen al sector hasta que surjan nuevos proyectos y los precios spot promedio se estabilicen.

Hasta entonces, el sector energético chileno permanecerá expuesto a las interrupciones del gas desde Argentina, a una mayor dependencia de las condiciones hidrológicas favorables, y también de los combustibles alternativos tales como

diesel y carbón, todo lo que puede resultar en la volatilidad de precios de energía y en un mercado de suministro de energía poco eficiente. ■

PRÉSTAMOS PARA PENSIONADOS: MÁS RIESGOSO DE LO QUE PARECE

Silvano Gersztel, Rafael Guedes y Maria Rita Gonçalves, Sao Paulo, Brasil y Peter Shaw, Nueva York

Desde su introducción en septiembre del 2004, los préstamos para pensionados (una forma de préstamos consignados) han aumentado rápidamente en Brasil. Para fines del primer trimestre del 2005, se había transformado en un factor importante en el crecimiento del segmento de préstamos de todo el sistema. Un análisis superficial explica cuál es el atractivo del producto: los bancos obtienen un margen nada despreciable por encargarse del riesgo crediticio del gobierno federal, mientras que los deudores obtienen un acceso más fácil a los fondos con tasas más bajas.

Sin embargo, Fitch Ratings piensa que el mercado puede estar subestimando una parte del riesgo de este producto. En opinión de la clasificadora existen cinco problemas principales: 1) los bancos están otorgando préstamos a deudores de bajos ingresos que tienen poca cultura crediticia; 2) los pensionados corren el riesgo de presentar un leverage excesivo; 3) las presiones públicas y políticas pueden aumentar a medida que los ingresos de los pensionados sufren los efectos de las mayores cargas de las deudas; 4) los bancos más pequeños que han ingresado con gran ímpetu al área de los préstamos a pensionados enfrentan el riesgo de una mayor concentración de préstamos; y 5) el fraude. De este modo, Fitch piensa que ciertos elementos de la estructura del producto necesitarán, eventualmente, un cambio. Si bien los préstamos a pensionados siguen representando una parte relativamente pequeña de las carteras de préstamos de los bancos clasificados, Fitch vigilará de

cerca su impacto sobre los índices de calidad de crédito.

Historia

En septiembre del año 2004, Brasil aprobó la Ley N°10.953, dejando disponibles los créditos consignados (es decir, un préstamo basado en beneficios) para los jubilados y los pensionados que reciben beneficios del Instituto Nacional de Seguro Social (INSS), la agencia brasilera de seguro social. Un jubilado con beneficios válidos puede ahora llamar a cualquier banco que tenga un acuerdo vigente con el INSS y solicitar un préstamo. El banco realiza una consulta electrónica a la compañía de tecnología e información del seguro social, Dataprev, la que confirma al jubilado como beneficiario y además, indica la cantidad mensual máxima que puede dedicarse a pagar la deuda (el monto de consignación, o margen). Luego se transfieren los fondos a la cuenta bancaria del jubilado en particular. El INSS descontará automáticamente los pagos pendientes, pactados para un período determinado, antes que el jubilado reciba su pensión. Si la persona no tiene cuenta bancaria, puede indicar al banco desde el cuál se retirará el dinero mensualmente. La duración máxima de dichos préstamos es de 36 meses, y las deducciones de pensión no pueden exceder el 30% de los beneficios mensuales. La mayor parte de los préstamos sobrepasa el año de vigencia.

Varios bancos han establecido grandes centros de llamados para procesar las

solicitudes de préstamos. Aunque en estos casos, el préstamo se entrega antes de que se firmen los documentos, la mayor parte de los pequeños y medianos bancos, tras analizar los reglamentos del INSS y las leyes locales, así como las pautas del banco central de Brasil, consideran que las grabaciones de la llamada entregan suficiente prueba legal que indica que la persona jubilada efectivamente ha solicitado un préstamo.

En años recientes, otras formas de préstamos consignados, que mitigan considerablemente el riesgo de default y recuperación, han crecido de manera significativa, lo que ha ayudado a bajar las tasas de interés de los préstamos de consumo. Como parte de esta tendencia, el producto es un importante instrumento social que brinda acceso a créditos para deudores que a menudo ni siquiera tienen cuenta bancaria. De acuerdo al Ministerio de Seguridad Social (MPS), para el 2 de junio de 2005, se habían entregado unos BRL6,8 mil millones en préstamos para pensionados a más de 3,1 millones de beneficiarios de un universo total de 23 millones. Actualmente, 24 instituciones financieras se encuentran autorizadas para ofrecer este tipo de préstamos, y otras 23 están interesadas y esperan firmar acuerdos, los que han sido temporalmente suspendidos por el MPS. Aunque es posible que el crecimiento se desacelere, el mercado espera que los volúmenes de préstamos para pensionados sigan aumentando de manera importante en el año 2005, especialmente si la economía continúa mostrándose sólida.

PRÉSTAMOS PARA PENSIONADOS*viene de página 11***Riesgos****Los préstamos se entregan a deudores de bajos ingresos con poca cultura crediticia**

La mayor parte de los préstamos que se entrega actualmente se otorga a los pensionados con menores ingresos. Para junio del 2005, el 62% de los préstamos solicitados por los jubilados y pensionados del INSS se otorgó a deudores que reciben beneficios de hasta BRL600 (o el equivalente a dos salarios mínimos) al mes, con un 46% de los deudores recibiendo sólo el equivalente a un salario mínimo. Una parte importante de esta población no tiene cuenta bancaria. La mayor parte de los deudores brasileños analiza la deuda de manera simplista, considerando sólo si son capaces de realizar el pago mensual. No obstante, una reducción marcada del ingreso disponible efectivo a lo largo de un período considerable de tiempo (hasta un 30% a lo largo de tres años) puede crear una presión considerable en las finanzas de los deudores, aspecto que posiblemente que no consideran al solicitar estos préstamos.

A pesar de las tasas relativamente atractivas de estas transacciones, los jubilados que optan por un préstamo a 36 meses recibirán el equivalente a cerca de seis veces sus beneficios, pero pagarán el equivalente a aproximadamente 11 veces sus beneficios durante la vigencia del acuerdo. Considerando el impacto de la inflación (que generalmente no se refleja completamente en el ajuste anual de las pensiones) sobre las necesidades básicas de consumo de los jubilados, no sería una sorpresa si, dentro de un corto período de tiempo, los pensionados menos informados se endeudaran tanto que pongan sus compromisos básicos en riesgo y eventualmente, no tengan los recursos para cumplir con sus otras obligaciones.

El presupuesto familiar más reciente, publicado por el *Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística* indicó, como era de esperarse, que existen grandes diferencias en la manera en que las familias gastan su ingreso mensual. En las

clases de menores ingresos (con hasta dos sueldos mínimos), los gastos de consumo básico absorben un 95% del ingreso mensual, dejando sólo un 5% para los gastos discrecionales. En la clase A (ingreso equivalente a más de 30 salarios mínimos mensuales) y la clase B (15–30 salarios mínimos mensuales), la cifra comparativa es de un 70%, lo que deja un 30% del presupuesto familiar para el uso discrecional. Sin embargo, el actual máximo consignable del 30% del total de los beneficios asume que existen ingresos altos y hábitos de consumo igualmente altos y no hace distinción entre los niveles de ingreso, lo que provocaría un endeudamiento desproporcionado para los jubilados que no evalúen los fondos que tienen disponibles.

Las conversaciones con los bancos que otorgan esta clase de préstamos llevaron a Fitch a concluir que dichas transacciones se están aprobando solamente basados en la calidad crediticia de la fuente de pagos primaria, el INSS. Como resultado, en su mayoría, las oficinas de crédito no reciben solicitudes para evaluar el estado financiero ni el leverage actual del deudor. Esto constituye otra gran distorsión del mercado, ya que los bancos evalúan estas transacciones exclusivamente en la aparente solvencia del INSS (y, finalmente, del gobierno federal) e ignora los aspectos básicos y la solidez del préstamo en sí. Si bien inicialmente este procedimiento entrega a los deudores un acceso más amplio y menos costoso a los créditos, también podría prolongar indiscriminadamente el financiamiento de deudores no solventes e incluso agravar sus problemas.

Las personas jubiladas se pueden ver sobrepasadas

Encuestas publicadas en la prensa indican que la mayor parte de los deudores (52%) usa el dinero para pagar deudas con mayores costos y otro 21% saca estos préstamos para pagar deudas de familiares. Si bien este comportamiento es positivo, ya que las encuestas confirman el alivio de los altos costos financieros que

soportan estas familias, también indican que esta población vive con una pesada carga de deuda. Ya que los préstamos para pensionados son a largo plazo, Fitch reconoce la posibilidad de que los deudores vuelvan a endeudarse con otras líneas de crédito a corto plazo y que los préstamos consignados no representen la única deuda que tengan estos individuos. Aunque un préstamo a pensionados puede aliviar los sobregiros u otros préstamos informales que tenga el jubilado, nada lo detiene para volver a endeudarse con el banco o la farmacia. Si esto sucediera, los ingresos limitados del jubilado se verían aún más presionados por la deuda del préstamo.

Aumento en la presión pública y política

Aunque Fitch considera que este producto tiene un bajo perfil de riesgo crediticio cuando se encuentra bien estructurado, la agencia piensa que sigue teniendo potenciales riesgos políticos y regulatorios que no se han analizado. El aumento del endeudamiento de los jubilados podría generar eventualmente problemas públicos considerables. La política y la presión pública ya han interferido en los acuerdos entre bancos y deudores en el pasado; en 1999, sin ir más lejos, los deudores que financiaron sus autos en dólares recibieron ayuda del gobierno cuando el real brasileño sufrió una devaluación considerable. Esta reestructuración, que se tradujo en pérdidas para los bancos que financiaban, fue resultado de la presión pública.

Los créditos para pensionados fueron recientemente debatidos en la Corte Suprema de Brasil. La visión favorable de la corte respecto a la legalidad de deducir los pagos bancarios antes que se paguen las pensiones a sus beneficiarios ha reforzado considerablemente la posición de los bancos, entregando a los préstamos para pensionados el “sello” legal de aprobación. Sin embargo, esta decisión no excluye la posibilidad de que el producto necesite ajustes, ni indica la manera en que estos ajustes impactarían a los

vea Préstamos para Pensionados en página 12

PRÉSTAMOS PARA PENSIONADOS

viene de página 11

prestadores. Los márgenes (u otros aspectos de los acuerdos existentes) podrían verse presionados, y los bancos podrían sufrir eventuales suspensiones o demoras en los pagos de los préstamos, ya que descansan sólo en una fuente de repago.

Concentración de riesgo para los bancos más pequeños

Las instituciones más pequeñas fueron las primeras en lanzarse a la piscina de los préstamos para pensionados. Como resultado, pueden terminar generando una cada vez mayor parte de negocios nuevos basados en este tipo de financiamiento. En opinión de Fitch, la alta concentración en un solo producto con sólo una fuente de pago es un riesgo. Además, los márgenes significativamente más reducidos inherentes a este producto brindan una menor disponibilidad de recursos para acumular reservas en caso de futuros problemas.

Fraude

En Brasil, existen más personas que reciben pagos mensuales que pensionados y jubilados mayores de 65 años, lo que indica claramente la presencia de “fantasmas” en el sistema y que los beneficios no se pagan de manera apropiada. Por ende, un banco podría

otorgar préstamos para pensionados a uno de estos fantasmas fraudulentos. Una parte del problema radica en Dataprev. El papel de Dataprev es importante, ya que autoriza la deducción del margen de consignación de los beneficios mensuales. Sin embargo, tanto el INSS como Dataprev pueden ser objeto de fraudes. No se puede descartar una eventual auditoría de beneficiarios, la que podría resultar en la cancelación de los beneficios. En este evento, las implicaciones para los bancos son sombrías. Aunque el INSS registró los préstamos, su legalidad podría cuestionarse. Los préstamos entregados mediante solicitudes procesadas telefónicamente se consideran más susceptibles a fraude que aquellos que los jubilados solicitan en persona.

En opinión de Fitch, debido al aumento del *leverage* que tienen las instituciones financieras que ofrecen préstamos a pensionados, es necesario considerar más de cerca los riesgos involucrados. Incluso los bancos que sólo tienen acuerdos de originación, a través de los cuales originan los préstamos y luego los traspasan a los bancos más grandes, enfrentan el riesgo de que la cartera se venda con (lo más común) o sin interposición de recursos. Incluso para los préstamos que se venden sin interposición de recursos, siempre

existe el riesgo potencial que el banco originador sienta la obligación de compensar las pérdidas (por ejemplo, si el préstamo resulta ser fraudulento).

Fitch considera que los préstamos para pensionados son un avance positivo y un instrumento adicional para expandir la baja oferta de préstamos de Brasil. Sin embargo, si no se manejan bien, los préstamos para pensionados podrían generar consecuencias sociales que claramente superarían los beneficios positivos que perciben los deudores y el gobierno federal. En opinión de Fitch, algunos de los riesgos inherentes a este producto, como la presión que eventualmente se espera ejerza el sistema judicial sobre los jubilados altamente endeudados, debe ser mitigado por medio de la corrección de las distorsiones observadas durante el primer año de existencia del producto. Fitch no pronostica medidas extremas y/o incumplimientos de contratos, pero sí cree que el reglamento para otorgar préstamos a los beneficiarios del INSS puede necesitar cambios. Es importante vigilar la simplificación de las reglas que rigen los acuerdos entre el INSS y los bancos. ■

EMBOTELLADORAS MEXICANAS: SOPORTANDO LA TORMENTA DE LAS MARCAS B

Roberto Guerra Guajardo, Monterrey, México

La presencia cada vez más notoria de las embotelladoras pequeñas (conocidas como marcas B) en México, ha provocado que en estos años se produjeran algunos importantes cambios en la industria de gaseosas de ese país. Uno de los factores que lidera la lista es la creciente importancia dentro de esta industria de las presentaciones familiares y no retornables que generan un menor margen. El cambio en la oferta de presentaciones, que se alejó de las botellas retornables individuales de vidrio, ha permitido la proliferación de

gaseosas de bajo costo, lo que ha impedido que las embotelladoras de Coca-Cola y Pepsi aumenten sus precios a niveles similares a los históricos. Los desafíos que presenta esta situación se han visto exacerbados por el aumento de precios de las materias primas, principalmente del azúcar y el poliestireno teleftalate (PET).

Las grandes embotelladoras mexicanas han reducido sus costos y han aprovechado la tecnología para

Clasificaciones Fitch para Embotelladores Mexicanos de Gaseosas

	Moneda Local	Moneda Extranjera	Escala Macional
KOF	'BBB+'	'BBB+'	'AAA' (mex)
Arca	—	—	'AAA' (mex)
Contal	—	—	'AAA' (mex)
Bepensa	'BBB'	'BBB'	—

KOF – Coca-Cola FEMSA. Arca – Embotelladoras Arca. Contal – Grupo Continental. Bepensa – Bebidas Peninsulares.

vea Embotelladoras Mexicanas en página 13

EMBOTELLADORAS MEXICANAS

viene de página 12

superar estas presiones. Como resultado, han sido capaces de mantener márgenes de ganancia que siguen ubicándose entre los más altos del mundo, lo que a su vez se ha traducido en sólidas clasificaciones investment-grade para Coca-Cola FEMSA (KOF), Embotelladoras Arca (Arca), Grupo Continental y Bebidas Peninsulares. En conjunto, estas cuatro embotelladoras representan cerca del 75% del volumen que The Coca-Cola Company vende en México. Fitch Ratings no espera que se produzca ningún deterioro en las medidas de protección crediticia de estas compañías en el futuro cercano, considerando su habilidad para generar sólidos flujos de caja.

Las marcas B han existido en México durante décadas, pero sólo recientemente han comenzado a desempeñar un papel importante. La situación ha hecho que la industria de gaseosas de este país presente una condición única comparada con otros mercados Latinoamericanos, tales como los de Argentina o Brasil. En estos mercados, las marcas B tienen una participación de mercado aproximada al 30%. Las incursiones de las marcas B en estos mercados contaron con la ayuda de la proliferación de los supermercados, los que brindaron un canal de distribución de bajo costo.

En marzo del 2002, la situación en México cambió con la entrada de la embotelladora Peruana Kola Real, con su marca Big Cola. Kola Real, que había establecido una considerable presencia en Perú y Venezuela antes de entrar al mercado mexicano, se sintió atraída por las favorables condiciones demográficas, el clima templado y la fuerte demanda por las gaseosas. Su estrategia fue bastante simple: enfocarse en consumidores sensibles a los precios, con un producto de buena calidad, a un precio muy bajo. A diferencia de las embotelladoras de Coca-Cola, la empresa peruana contrata sistemas externos de distribución, lo que le permite ahorrar una considerable cantidad en costos generales, ya que no paga salarios,

jubilaciones, ni gastos por cobertura médica para la mayor parte de sus trabajadores. Además, a diferencia de las embotelladoras de Coca-Cola y Pepsi, Kola Real no paga costos de *royalty* por concentrados ni incurre en gastos de promoción importantes. En retrospectiva, Kola Real escogió un excelente momento para ingresar al mercado, cuando el país sufría un bajón económico, que hizo de su marca más barata algo muy atractivo.

En el año 2003, el primer año de operaciones completas para Kola Real en el país, el mercado comenzó a cambiar al tiempo que las marcas B empezaban a expandirse dentro de la región, quedándose con un 3%–4% del mercado. La primera fase de crecimiento para las marcas B se centró en la región central de México, donde se concentra un gran porcentaje de la población y la distribución es menos costosa considerando la proximidad con las plantas de producción, que en el caso de Kola Real, se encuentra en Puebla.

Las embotelladoras enfrentan la competencia de las marcas B

A medida que las marcas B se expandían, las embotelladoras de Coca-Cola y Pepsi se toparon con un obstáculo para implementar sus aumentos anuales de precio por sobre la inflación. Como

resultado, el precio promedio de la industria se mantuvo por debajo de la inflación durante el año 2003 y el 2004, un fenómeno pocas veces visto. Las embotelladoras usaron tres herramientas principales para combatir estas presiones.

Tecnología

En opinión de Fitch, la tecnología es una de las mayores ventajas que tienen las embotelladoras Coca-Cola por sobre la competencia. Usando la tecnología, las embotelladoras Coca-Cola comenzaron a optimizar sus herramientas para administrar ingresos, con el fin de aumentar y reducir de manera selectiva los precios de diferentes productos. La tecnología también ha permitido que las embotelladoras líderes implementen estrategias de segmentación que permiten una diferenciación de precios basada en el canal o el área donde se venderá el producto. En consecuencia, las compañías líderes tales como KOF han podido responder de una manera que les permite contar con el producto adecuado en el lugar preciso y al precio justo.

El uso que han dado las embotelladoras Coca-Cola líderes a los dispositivos portátiles les brinda la habilidad de recolectar valiosa información de mercado, tal como la presencia de la competencia en un punto de venta específico y la disponibilidad de un producto de la competencia, así como también el precio al que se está vendiendo. Esta información entrega a la compañía la

Embotelladoras Arca Puntos de Precio

(Monterrey, mayo, 2005)

	(MXP)
12 oz (355 ml) Retornable de Vidrio	3.00
500 ml Retornable de Vidrio	4.00
12 oz (355 ml) Lata	4.50
500 ml No retornable	4.50
600 ml No retornable	5.50
1.0 l No retornable	7.50
2.0 l Retornable	11.00
2.0 l No retornable	13.00
2.5 l Retornable	13.00
2.5 l No retornable	15.00

Coca-Cola FEMSA Puntos de Precio

(Ciudad de México, marzo, 2005)

	(MXP)
237 ml Mini Lata	3.00
237 ml No retornable	4.00
450 ml No retornable	5.00
600 ml No retornable	6.00
710 ml No retornable	7.00
1 l No retornable	8.00
1.5 l No retornable	10.00
2.5 l Retornable	12.00
2 l No retornable	13.00
2.5 l No retornable	15.00

vea Embotelladoras Mexicanas en página 14

EMBOTELLADORAS MEXICANAS

viene de página 13

Mix de Ventas por Canal — 2004

(%)

	Tiendas Atendidas por Dueños	Supermercados	Tiendas de Conveniencia	En las Instalaciones
KOF (México)	70	3	3	24
Arca	66	5	9	20
Contal	69	2	7	22

KOF – Coca-Cola FEMSA. Arca – Embotelladoras Arca. Contal – Grupo Continental.

habilidad para ajustar su estructura de precios al punto de ventas específico y en el área que la rodea de manera racional.

Cambios en las Presentaciones

Una exitosa apuesta que jugara primero KFO en el mercado y que posteriormente fuera adoptada por otras embotelladoras Coca-Cola fue la de agrandar la presentación del tamaño familiar. Con la presentación de la botella de 2,5 litros retornable, a MXP\$12,0, el mismo precio de la botella retornable de 2,0 litros, KOF efectivamente redujo el precio en un 25%. Si bien esto perjudicó la rentabilidad de las embotelladoras Coca-Cola, también evitó que la competencia generara el suficiente flujo de caja para establecer sus propios sistemas de distribución hacia varias regiones importantes del país.

Presentación de Nuevos Productos

Para evitar que las marcas más económicas ganaran más participación de mercado, algunas embotelladoras han presentado marcas para proteger su valor. Al presentar de manera selectiva estas marcas con sabor en canales y mercados específicos donde la presencia de las marcas B es considerable, las embotelladoras han conseguido proteger su participación de mercado, aunque con el costo de obtener menos ganancias por

caja. Las embotelladoras también han seguido invirtiendo en nuevos productos e innovaciones en las presentaciones, creando un portafolio de productos diversificado con diferentes precios para los distintos segmentos de mercado y ocasiones de consumo.

Además de estos tres principales enfoques, las embotelladoras más grandes han aprovechado ciertas ventajas inherentes: sus extensas redes de distribución en un mercado donde el volumen que se vende mediante las tiendas “atendidas por sus dueños” representa más de un 65% de las ventas; los sistemas de refrigeración que mantienen en sus puntos de venta en una región que tiene clima templado y un limitado espacio de refrigeración para gaseosas; y una fuerte inversión en publicidad.

Las marcas B impulsan la consolidación

La expansión de las marcas B podría llevar a una mayor consolidación de la industria, considerando que aún quedan 12 embotelladoras Coca-Cola en el mercado. Las embotelladoras Coca-Cola pequeñas no cuentan con las mismas herramientas ni trabajan a la misma escala que las embotelladoras más grandes para competir de manera efectiva contra las marcas B, por lo que es posible que la consolidación de las embotelladoras pequeñas llegue con alguno de los participantes más grandes de la industria. Las consolidaciones recientes incluyen la adquisición que hiciera KOF de Panamerican Beverages y la creación de Arca, mediante la fusión de Proyección Corporativa, Embotelladoras Argos y Empresas El Carmen.

Proyecciones

La percepción del mercado es que la expansión de las marcas B ha disminuido durante el 2005, y Fitch piensa que las tasas de crecimiento se desacelerarán considerablemente a medida que las embotelladoras Coca-Cola y Pepsi usan la tecnología, las presentaciones y la ejecución en el punto de venta para proteger sus posiciones de liderazgo. La actual participación de mercado de Kola Real se estima entre el 5% y el 7%. La apertura de su nueva planta cerca de Monterrey, que comenzó sus operaciones en abril del 2005, podría llevar a un aumento en esta participación, aunque los resultados iniciales muestran que el impacto actual no es importante.

Las marcas B debieran tener más dificultades en el futuro cercano que las embotelladoras Coca-Cola con el alza del precio del azúcar y el PET. Todas las ventas de marcas B se realizan en botellas no retornables de PET, mientras que para las embotelladoras Coca-Cola el mix es de aproximadamente 45% retornables y 55% no retornables. Los costos de PET y el azúcar pesan más en las estructuras de costo de las marcas B que para las embotelladoras de Coca-Cola o Pepsi. Ya que tienen poco margen para reducir costos, el aumento de los precios de materias primas disminuye la rentabilidad de las marcas B de manera considerable.

Las proyecciones para las embotelladoras establecidas en el 2005 parecen más prometedoras que en años anteriores, ya que las compañías han conseguido aumentar los precios y una temporada primavera-verano extraordinariamente seca y cálida ha aumentado el consumo en todo el país. Durante este año, las embotelladoras Coca-Cola han podido traspasar sus aumentos de precio a la mayoría de sus productos. Pepsi Bottling Group y Kola Real han seguido con sus respectivos aumentos de precio. Además, los precios del azúcar se han estabilizado y es posible que bajen, al igual que los del PET, lo que podría llevar a aliviar un poco el lado de los costos y, consecuentemente, a un aumento en la rentabilidad. No obstante,

Penetración de Coolers *

	(%)
KOF (México)	66
Arca	90

*Penetración de coolers es igual al porcentaje de puntos de venta con coolers. KOF – Coca-Cola FEMSA. Arca – Embotelladoras Arca.

EMBOTELLADORAS MEXICANAS

viene de página 14

para preservar la rentabilidad y mantener la posición en el mercado, las embotelladoras deberán seguir afinando sus habilidades de manejo de ganancias y sus estrategias de segmentación, presentando innovaciones continuamente,

además de seguir optimizando la ejecución. Aunque es posible que los ingresos antes de interés y los márgenes tributarios no regresen a sus niveles históricos, las embotelladoras deberían continuar generando buenos flujos de caja.

Si bien el mercado de gaseosas de México ha cambiado considerablemente, sigue siendo excelente para las embotelladoras.■

LEASING HABITACIONAL — ¿BAJOS PREPAGOS PARA SIEMPRE?

José Castro, Santiago, Chile

Un reciente informe de Fitch Ratings, “Estrés de Prepagos — Lecciones y Perspectivas Futuras”, del 1 de abril de 2005, destacaba los bajos niveles de prepago registrados en el sector de leasing habitacional chileno al compararlo con otros sectores del mercado residencial del país. Si bien estos niveles se han mostrado históricamente bajos, Fitch piensa que esta tendencia no se puede mantener en el mediano a largo plazo, debido a los cambios fundamentales ocurridos recientemente dentro de este sector, incluyendo el nuevo sistema de subsidios, el potencial aumento de la competencia y la eliminación de ciertos obstáculos administrativos.

Nuevo Sistema de Subsidios

Fitch piensa que el nuevo sistema de subsidios puede poner el riesgo de prepago para leasing habitacional más en línea con el del sector hipotecario. Bajo el sistema antiguo, los subsidios se pagaban de manera gradual a lo largo del período de vigencia del contrato; como resultado de esto, los índices de préstamo a valor (LTVs) eran bastante altos al momento de la originación y el subsidio actuaba como un medio para reducir de manera artificial la tasa de interés, lo que desincentivaba al deudor a refinanciar. En contraste, bajo el nuevo sistema, todo el subsidio se paga al momento de la originación, lo que reduce los LTVs. Además, al quitar el actual subsidio, las tasas de interés ya no se suspenden de manera artificial. Los menores índices de leverage del nuevo sistema debieran traducirse en mayores tasas de

recuperación sobre los contratos no pagados. También con LTVs cercanos al 75%, los contratos originados bajo el nuevo sistema de subsidios comienzan a cumplir con los requisitos mínimos para las formas tradicionales de financiamiento hipotecario, con lo que aumentan las opciones de prepago para los deudores, aunque su riesgo crediticio es mayor al de los deudores hipotecarios tradicionales.

Mayor Competencia

Debido a que el nuevo sistema de subsidios mejora el riesgo de crédito del deudor, Fitch piensa que el sector de leasing habitacional puede recibir varios nuevos participantes en el corto a mediano plazo. Actualmente, estas compañías acumulan un 64% de todos los contratos habitacionales; esta concentración permite la entrada a nuevos participantes. Los competidores minoristas relacionados con bancos podrían interesarse en el sector, ya que algunos de ellos ya se encuentran activos en el mercado hipotecario de menores ingresos y tienen acceso a los deudores por medio de sus operaciones de financiamiento de consumo y tarjetas de crédito.

Bajo el antiguo sistema de subsidio, los contratos de leasing sólo se volvían atractivos para los bancos cuando el historial de pagos promediaba 66 meses o más (asumiendo que el contrato de leasing se originara con un LTV del 90%). En opinión de Fitch, ahora que los LTV de los contratos alcanzan cerca de un 75%–80%, comienzan a parecerse a

los productos hipotecarios tradicionales. Si bien, la mayoría de los bancos ha limitado las nuevas hipotecas a un mínimo de 1.000 unidades de fomento, los LTVs más bajos que entrega el nuevo sistema de subsidios puede hacer más atractivos a estos préstamos otorgados por cantidades menores.

Eliminación de Obstáculos Administrativos

En un esfuerzo por reducir los prepagos, ciertas securitizadoras chilenas no aceptan cartas de garantía como medio de facilitación de prepagos. Si bien, históricamente, ésta ha sido una medida efectiva para suprimir los prepagos, Fitch piensa que esto puede cambiar en el futuro y que, por ende, no entregue las protecciones a largo plazo para las transacciones clasificadas en AA, que dependen de un exceso de *spread* importante.

Además de aumentar el riesgo de prepago de los nuevos contratos, Fitch piensa que el riesgo de prepago para los contratos antiguos aumentará para los préstamos con más de cinco años (LTV bajo) y buen historial de pago. Si bien Fitch no prevee que los niveles de prepago de leasing habitacional (antiguos y nuevos) alcancen los niveles hipotecarios en el mediano plazo, Fitch tampoco piensa que éstos aumenten. La agencia vigilará las tendencias para evaluar su impacto sobre las clasificaciones otorgadas a las transacciones de leasing habitacional.■

RIESGO DE LAS ADMINISTRADORAS EN BRASIL: LAS DIFERENTES PARTES FORMAN EL TODO

Jayme D. Bartling, Silvano Gersztel y Bernardo M. P. Costa, Sao Paulo, Brasil

La calidad de la administración de las securitizaciones es un componente clave del desempeño de los activos que a veces es ignorado por los inversionistas. Este artículo se centra en la administración del vehículo más común de securitización en Brasil, los Fondos de Inversión em Direitos Creditórios (FIDCs). Ante la ausencia de leyes conceptuales para fideicomisos, los fondos de inversión de Brasil buscan evitar los vehículos de securitización con carga tributaria. Hasta la fecha, se han securitizado varias clases de activos mediante FIDCs, incluyendo cuentas por cobrar, instrumentos respaldados por hipotecas residenciales, préstamos para automóviles, préstamos de consumo y personales y securitizaciones de flujo futuro. Fitch Ratings estima que, para mayo del 2005, se han registrado 62 FIDCs en la Comissão de Valores Mobiliários (CVM, el regulador del mercado de capitales de Brasil), para un volumen de emisiones total de USD2,629 mil millones desde el año 2002.

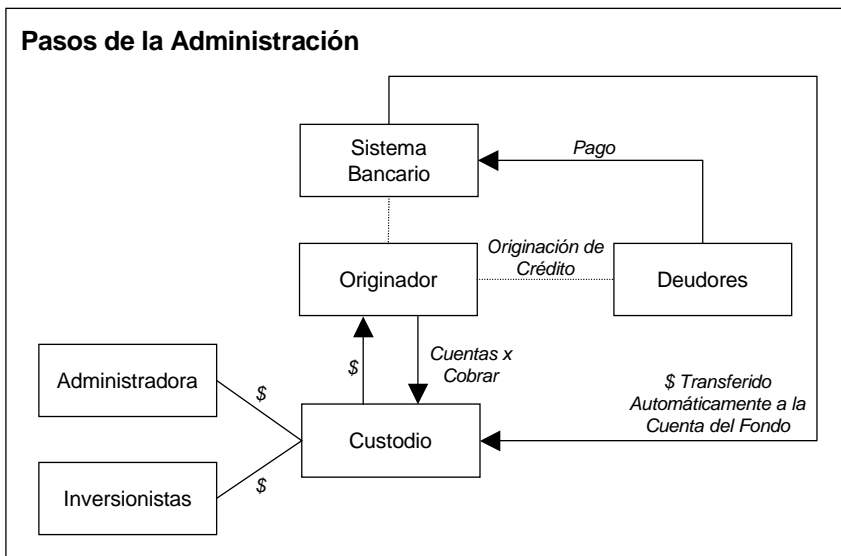
Diferentes participantes, fuerzas y experiencia se unen en la administración FIDC, creando un ritmo armónico, igual al de una zamba de alta calidad. Cada participante asume diferentes funciones y responsabilidades, todos asistidos por una sofisticada red nacional de cobros (concebida tras la hiperinflación de los años 80s y principios de los 90s) que entrega información de pago en tiempo real. Fitch piensa que el sistema de administración deberá mejorar y desarrollarse al mismo ritmo que el mercado de securitización local, con el fin de cumplir a cabalidad con las estructuras innovadoras que el mercado exige actualmente. No obstante, el sistema tiene dos fortalezas clave: permite que los distintos participantes sean reemplazados sin alterar la transacción; y gracias a la sofisticación tecnológica de los sistemas de verificación y acuerdos financieros de Brasil, disminuyen algunos riesgos asociados que existen para clases de activos específicos.

Los principales participantes en la administración, y los riesgos operacionales que éstos pueden presentar a los inversionistas, son:

- **Administradoras de Fondos** — la solvencia de la administradora de fondos es una consideración importante para Fitch. Las administradoras de fondos son responsables por todos los otros participantes; sólo presentan riesgo operacional.
- **Administradoras** — por lo general, las responsabilidades de administración recaen sobre los bancos que tienen clasificaciones altas a corto plazo asignadas por Fitch. Sin embargo, en una estructura de transacción, Fitch entrega una extrema importancia a la habilidad de transferir funciones críticas a una tercera parte calificada.
- **Custodios** — los custodios son clave para la calidad de la transacción, ya que verifican la elegibilidad del activo para el fondo. Actualmente, sólo algunos bancos detallistas conducen estos servicios. Estos bancos presentan importantes diferencias tecnológicas entre sí.

Los riesgos de administración para las siguientes clases de activos merecen la atención de los inversionistas:

- **Préstamos Personales** — existe un riesgo crediticio en los préstamos otorgados por bancos pequeños o medianos, ya que los pagos de las cuentas por cobrar están dirigidos hacia una cuenta propiedad del originador antes de que sea transferido a la cuenta del fondo en otro banco. Sin embargo, Fitch piensa que el Banco Central de Brasil (BACEN) tiene los medios para preservar el flujo de caja de la transacción en caso que intervenga con el banco originador.
- **Cuentas por Cobrar** — es posible que esta clase de activos tenga el mayor riesgo operacional, ya que dichas securitizaciones descansan fuertemente sobre el administrador principal de la transacción, ya que el plazo de vencimiento de cada cuenta por cobrar tiene una vigencia promedio de sólo 30 días. Fitch piensa que los originadores debieran usar políticas de provisión más conservadoras de lo que se exige para mitigar el riesgo.
- **Préstamos de Consumo** — existe un cierto riesgo operacional en la falta de



RIESGO DE LAS ADMINISTRADORAS EN BRASIL

viene de página 16

habilidad de algunos deudores para realizar pagos electrónicos. El desempeño de activos a corto plazo puede sufrir como resultado de lo anterior.

- **Préstamos para Automóviles** — la habilidad para ejecutar garantías de gravamen fiduciario de manera efectiva (cuando sea necesario) es clave, al igual que los sistemas de verificación de crédito sofisticados y la red de agentes nacionales.

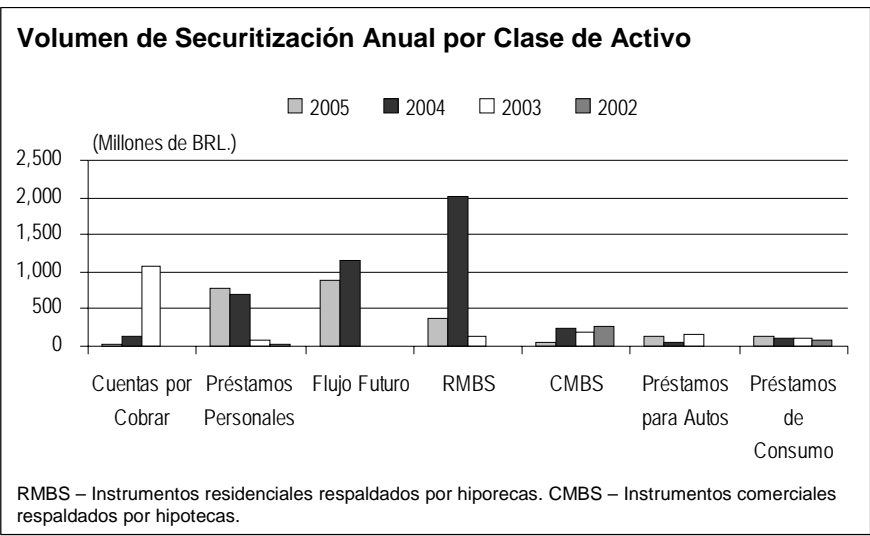
Administradora de fondo

En opinión de Fitch, el peor riesgo operacional que enfrentan los inversionistas a través de la administradora de fondos es que ésta se vuelva insolvente. Por lo general este riesgo se vería reflejado en la clasificación de crédito de la administradora de fondo, pero actualmente sólo algunas de ellas tienen clasificación (aunque se encuentran capitalizadas por instituciones clasificadas). Por ende, Fitch considera importante la falta de solvencia de una administradora de fondos afiliada a los FIDCs.

Las responsabilidades de una administradora de fondos brasilera son bastante tradicionales. Entre otras cosas, compra cuentas por cobrar, administra los cobros, calcula y exige los pagos de intereses y principal, paga los gastos regulatorios y prepara los extensos documentos regulatorios del fondo. Además, contrata y despide a los participantes adicionales que brindan apoyo mientras la transacción se encuentra vigente.

En caso que una administradora de fondos presentara falta de solvencia, probablemente se nombraría un reemplazo durante una reunión de inversionistas. Actualmente, se encuentran operando varias administradoras de fondos, cada una realizando esencialmente el mismo servicio que las demás y todas aprobadas por el CVM.

Es importante que los documentos del fondo establezcan claros eventos de



amortización y/o liquidación prematura que pudieran gatillar la liquidación del FIDC. En el poco probable evento que los inversionistas no pudieran reemplazar una administradora de fondos, los tenedores de cuota podrían liquidar los activos administrados para realizar su valor. Sin embargo, debido a la gran cantidad de administradoras de fondos que operan hoy en día, Fitch piensa que no habría dificultad para encontrar una nueva administradora de fondos a precios competitivos.

Administradora

Para ser eficiente, en la mayoría de los acuerdos, la administradora de fondos contrata al originador como administrador principal para la transacción. Debido al conocimiento y la experiencia que el originador ha acumulado con los años de relaciones comerciales con los futuros deudores del fondo, se transforma en el responsable por los servicios de originación de crédito y cobro. En la mayoría de los casos, el originador contrata un banco detallista para emitir las respectivas formas de pago electrónico. Generalmente, los bancos designados para entregar este servicio tienen altas clasificaciones a corto plazo otorgadas por Fitch (F1+(bra)). Las formas de pago electrónico permiten a los deudores

administrar su deuda mediante cualquier institución acreditada dentro del sistema bancario nacional, y los recursos se dirigen automáticamente a la cuenta del fondo en un banco especializado específico. Como resultado, se elimina el riesgo asociado. En la mayoría de los casos, como último recurso, el originador también es responsable por administrar las cuentas por cobrar morosas, ya que puede ejercer más influencia sobre un deudor atrasado debido a su relación comercial. La administración de las cuentas por cobrar morosas incluye la ejecución de cualquier garantía sobre los activos securitizados y la entrega de ellos al fondo para el beneficio de los inversionistas.

Aunque el originador se puede contratar como administrador para la transacción, ciertos deberes son finalmente responsabilidad del custodio de la securitización. Dependiendo de la calidad de crédito del originador que se encargue de las funciones de administración y los aspectos específicos de la transacción, es posible que sea necesario que el custodio asuma estos deberes como administrador de respaldo. Como tal, el custodio administra el cumplimiento de las obligaciones hasta que el fondo sea liquidado y en caso que el originador se declare en quiebra. Al analizar la

RIESGO DE LAS ADMINISTRADORAS EN BRASIL

viene de página 17

estructura de cada transacción, Fitch considera muy de cerca la habilidad para transferir las funciones de administración más cruciales a una tercera parte calificada, o en último caso, al custodio del FIDC.

Custodio

En opinión de Fitch, el custodio es de suma importancia para el bienestar de la transacción. La responsabilidad más relevante de un custodio es la revisión y verificación de los criterios de elegibilidad de cada tipo de activo que se adquiera para el fondo. Además, el custodio debe asegurar que las instrucciones que se reciban de la administradora de fondos cumplan con la legislación relevante y la regulación de fondos. El contrato entre el custodio y la administradora de fondos debe quedar por escrito y, en opinión de Fitch, debiera ser específico y presentar reglas claras para garantizar la precisión del fideicomiso para la estructura.

Tras recibir las instrucciones de la administradora de fondos, el custodio dirigirá los activos del fondo, incluyendo la distribución de los porcentajes de pagos recolectados para los participantes del fondo. El custodio puede realizar sus funciones para varias securitizaciones simultáneamente.

Actualmente, los bancos minoristas están invirtiendo grandes cantidades en sus sistemas de custodia, a medida que intentan consolidar sus posiciones dentro del sector. Fitch ha observado que a menudo los sistemas de custodia pueden leer sus archivos de pagos electrónicos mejor que otros bancos. Sin embargo, esta tendencia está cambiando.

En Brasil, los sistemas de custodia siguen siendo dominados por un grupo pequeño de participantes, debido a que el nicho de mercado aún está en desarrollo. En el

futuro, a medida que emergen nuevos participantes, Fitch usará más análisis cualitativo, consistente y comparativo para destacar las diferencias entre custodios.

Riesgo de Administradora según Clase de Activo

Préstamos Personales: al securitizar préstamos personales, los que principalmente otorgan bancos pequeños y medianos, la legislación que se aplica indica que los pagos de cuentas por cobrar se dirijan a una cuenta ubicada en el originador antes de ser transferidos a la cuenta del fondo de otro banco. Como resultado, el fondo asume algo de riesgo de crédito del originador. Sin embargo, Fitch piensa que ante la eventualidad que el BACEN intervenga al banco originador, el interventor, reconociendo la venta real de los activos, tendría la información y la tecnología necesarias para preservar el flujo de caja de la transacción. Además, Fitch reconoce que ante la ausencia del originador como administrador principal, el custodio puede hacerse cargo como administrador de respaldo sin alterar el flujo de caja de la transacción.

Cuentas por Cobrar: la securitización de estos instrumentos descansa fuertemente en el administrador principal de la transacción, ya que el plazo hasta el vencimiento de cada cuenta por cobrar es muy corto, con un promedio que generalmente bordea los 30 días. Esto obliga a la administradora de fondos a renovar frecuentemente su pool de cuentas por cobrar. La política de crédito de la compañía originadora es de vital importancia, ya que una originación floja podría afectar negativamente el desempeño durante los períodos difíciles. Debido a las características particulares de esta clase de activos específica, Fitch piensa que una política de provisiones más conservadora de lo habitual beneficia a

estas transacciones. En opinión de Fitch, un activo debiera estar 100% provisionado una vez que se haya mantenido moroso por un período superior al plazo de vencimiento promedio ponderado del pool.

Préstamos de Consumo: en las securitizaciones de préstamos de consumo, se han registrado casos en que los deudores no han podido realizar pagos electrónicos o mediante redes bancarias. En estos casos, el deudor debe pagar en una sucursal u oficina del originador. Fitch piensa que las asociaciones entre las empresas minoristas y los grandes bancos que proveen un agente de cobros de respaldo ofrecen una solución adecuada para el deudor en caso que el originador se cierre. Sin embargo, Fitch piensa que el desempeño de los activos a corto plazo sufrirá un deterioro hasta que el deudor reciba la notificación apropiada para realizar el pago al banco asociado. Fitch espera que la securitización de préstamos de consumo aumente mediante la consolidación de la asociaciones entre los grandes bancos y las tiendas minoristas.

Préstamos para Automóviles: el aspecto más importante de la administración de securitizaciones de préstamos para automóviles es la ejecución de garantías de gravamen de fideicomisos cuando sea aplicable. En la mayoría de los casos, el originador es responsable por la recuperación de los vehículos, su venta y la transferencia de las ganancias de la venta a la cuenta del fondo.

Además, la identificación y ubicación de deudores morosos queda en manos de una sofisticada tecnología y una red altamente desarrollada de agentes ubicados en todas las regiones del país. ■

PRODUCTORES BRASILEOS DE MINERAL DE HIERRO: BENEFICIOS DE UN SÓLIDO CICLO

Anita Saha, Chicago

Los mayores productores de mineral de hierro de Brasil, Companhia Vale do Rio Doce (CVRD) y su filial, Samarco Mineração S.A. (Samarco), se mantienen bien posicionados para recibir los beneficios de las actuales condiciones de la industria, caracterizadas por los altos precios, la fuerte demanda y la limitada oferta. Aunque los planes para expandir la capacidad de producción requerirán de importantes inversiones financieras, se espera que las mineras dedicadas al mineral de hierro del país generen sólidas ganancias operacionales, ya que las negociaciones sostenidas entre CVRD de Brasil y los grandes productores de acero de Asia y Europa han resultado en aumentos en el precio del mineral de hierro y los *pellets* en el año 2005 de aproximadamente un 72% y un 86%, respectivamente. La magnitud de las alzas de los precios del mineral de hierro y los *pellets* refleja la continua escasez en el suministro y las grandes inversiones en expansión de capacidad que necesitan las tres mayores mineras de mineral de hierro del mundo.

CVRD, el mayor productor y exportador de mineral de hierro del mundo, domina el comercio del mineral de hierro transportado por vía marítima, que alcanzó los 600 millones de toneladas en el año 2004. La compañía produjo 211 millones de mineral de hierro el año pasado, más que la producción combinada de sus dos competidores más cercanos, la filial australiana de Rio Tinto Ltd. (Rio Tinto) y BHP Billiton Ltd. (BHP Billiton). En el año 2004, Rio Tinto y BHP Billiton produjeron 105 millones y 80 millones de toneladas de mineral de hierro, respectivamente. Aunque los costos de transporte para la entrega del mineral de hierro australiano a Asia son generalmente menores debido a la proximidad de los productores australianos, CVRD puede mantenerse competitivo en este mercado debido a sus bajos costos de producción y la alta calidad de su mineral de hierro (es decir, alto contenido de hierro y menos impurezas como silicio, fósforo y alúmina).

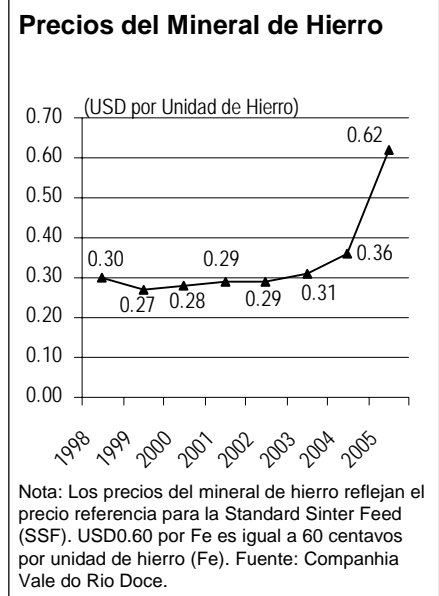
Se espera que la oferta de mineral de hierro transportado por vía marítima aumente en cerca de 250 millones de toneladas entre 2004–2010 a medida que las mayores mineras del mundo llevan a cabo proyectos de expansión de capacidad. Fitch Ratings no piensa que dicho aumento cree una sobreoferta. Los proyectos se ejecutarán de tal manera que no se espera que el mercado global absorba demasiado mineral de hierro de una vez, considerando que la sobreoferta afectaría de manera negativa el poder de negociación y de fijación de precios de los tres productores principales. El aumento en la oferta para el mercado del mineral de hierro transportado por vía marítima debería ser absorbido sin mayores problemas para el equilibrio del mercado, debido a que la actual demanda no puede cubrirse, según se ve reflejado en los altísimos precios spot del mineral de hierro.

Además de abordar la escasez de mineral de hierro, los productores están aumentando la producción para cubrir la demanda proveniente desde China. En el año 2004, la economía China creció en un promedio superior al 9,0%. Para los años venideros, se proyecta que las tasas de crecimiento se mantengan sólidas. China importó 208 millones de toneladas de mineral de hierro en el 2004, un aumento del 13% por sobre los niveles del año 2003 y produjo 272 millones de toneladas de acero crudo, un aumento del 23% sobre el nivel del 2003. En el año 2005, se espera que China importe aproximadamente 255 millones de toneladas de mineral de hierro y que produzca aproximadamente 330 millones de toneladas de acero crudo; esto resultaría en un aumento del 23% en las importaciones de mineral de hierro y un aumento del 21% en la producción de acero crudo comparado con el 2004.

Otro factor que apoya el esperado crecimiento y la continua solidez de la industria brasilera del mineral de hierro es que los mayores productores de acero del mundo se encuentran actualmente

concentrados en la construcción o adquisición de capacidad de producción en Brasil. Su estrategia comprende la producción de bloques de acero a bajo costo en el país para ser ofrecidos en otros lugares como productos agregados de mayor valor. La producción de acero en Brasil se puede realizar con un costo más bajo que en Europa o EE.UU., debido al acceso que tiene Brasil a la mano de obra y energía económicas y a sus grandes reservas de mineral de hierro de alta calidad. Además, es más conveniente transportar bloques de acero, un producto que es esencialmente 100% utilizable, que mineral de hierro brasilero, producto que tiene un contenido de hierro aproximado del 65%.

Actualmente, se están considerando varios proyectos para la construcción de instalaciones totalmente integradas para la producción de bloques de acero en Brasil, en los estados de Maranhão y Rio de Janeiro, con una capacidad combinada de producción de aproximadamente 18 millones de toneladas. Estos proyectos se encuentran principalmente en la fase de pre-factibilidad, pero involucran a CVRD



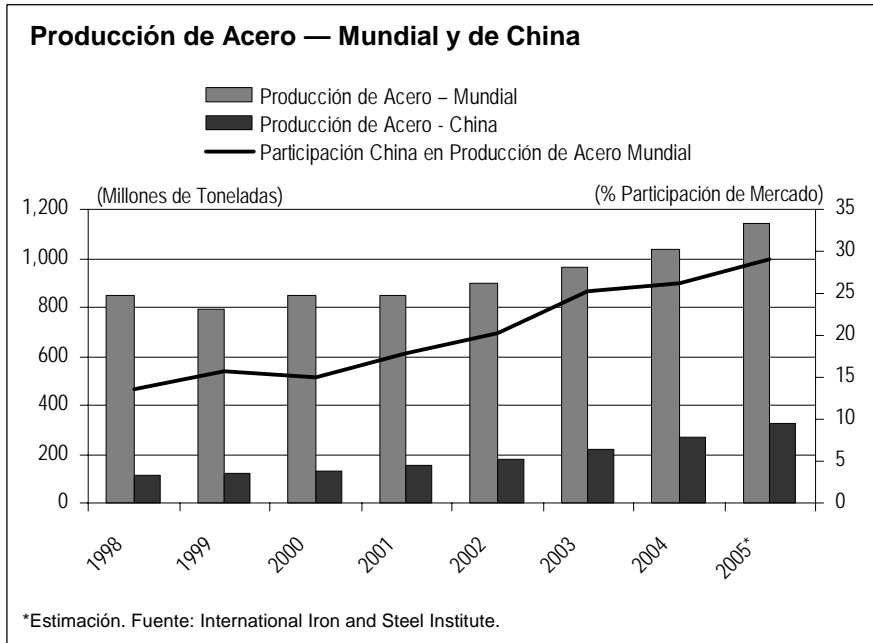
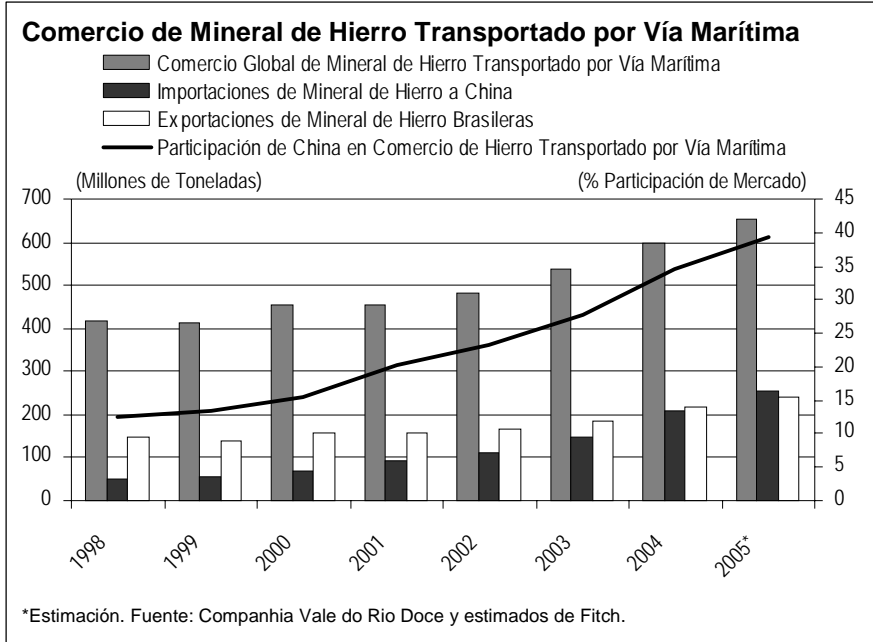
PRODUCTORES BRASILEOS DE MINERAL DE HIERRO

viene de página 19

no sólo como inversionista mayoritario, sino también como el principal proveedor de mineral de hierro. CVRD continúa implementando su estrategia de asociarse con grandes productores de acero para aumentar y asegurar aún más la demanda para sus productos de mineral de hierro. Además, los productores de acero de Brasil, tales como Companhia Siderúrgica de Tubarão y Gerdau Açominas, se encuentran realizando importantes proyectos de expansión de capacidad de acero.

CVRD ha destinado USD1,3 mil millones en el año 2005 para inversiones en minerales ferrosos; esta cantidad incluye los gastos fijos de capital para el negocio del mineral de hierro, la expansión de las minas e inversiones en logística. Actualmente, CVRD se encuentra realizando seis proyectos de expansión de capacidad para mineral de hierro, tres de los cuales son proyectos que comienzan de cero. Estos se materializarán entre los años 2005 y 2007 y aumentarán la capacidad de producción total de mineral de hierro de la compañía en 64 millones de toneladas (cantidad neta de depleciones de 12 millones de toneladas) para alcanzar una producción total de 275 millones de toneladas en el año 2007. La producción esperada de la compañía de 235 millones de toneladas para el 2005 ya se ha vendido en contratos de venta a largo plazo con los mayores productores de acero del mundo, así como con productores locales. Considerando que se espera que la demanda por mineral de hierro se mantenga sólida en los próximos años, se podría realizar una expansión para aumentar la capacidad de producción de mineral de hierro de CVRD a más de 300 millones de toneladas para fines de la década, más del doble de las 120 millones de toneladas producidas en el año 2000.

La clasificación en moneda local en BBB de CVRD, así como su clasificación en moneda extranjera en BB, recibe el apoyo del fuerte perfil financiero de la compañía y su posición global dominante. No se espera que estos planes de expansión afecten el perfil de crédito de CVRD. A



fines del año 2004, CVRD tenía una deuda total de USD4,1 mil millones y efectivo por un total de USD1,2 mil millones. La compañía generó USD3,7 mil millones en ingreso operativo, más depreciación, el año pasado. Los mayores precios del

mineral de hierro debieran aumentar el EBITDA hasta cerca de USD5 mil millones en el 2005 y permitir a la compañía el uso del flujo de caja para financiar la mayoría de estos proyectos.

vea Productores Brasileños de Mineral de Hierro en página 21

PRODUCTORES BRASILEOS DE MINERAL DE HIERRO*viene de página 20*

Adicionalmente, la filial brasilera de CVRD, Samarco, planea invertir USD1,0 mil millones entre los años 2005 y 2007 para construir una planta de pelletización con capacidad de 7,0 millones de toneladas, con lo que aumentaría su producción total a 21 millones de toneladas al año. CVRD controla a Samarco junto a BHP Billiton en Brasil. Samarco es la única inversión de BHP Billiton en la región atlántica. Fitch espera que los dos accionistas de Samarco aprueben el proyecto de expansión propuesto. Se espera que la

producción de pellets asociada al proyecto comience en el 2008 y que siga estando dirigida a los grandes clientes internacionales. Las clasificaciones de Samarco (BBB- en moneda local y BB- en moneda extranjera) están apoyadas por la capacidad de producción de bajo costo de la compañía, su perfil financiero conservador y su fuerte estructura de propiedad.

BHP Billiton planea una expansión de USD2,7 mil millones de sus operaciones

de mineral de hierro en la parte oeste de Australia para aumentar su actual tasa de producción anual de 110 millones de toneladas a 150 millones en el 2008. Rio Tinto planea una expansión de USD1,3 mil millones de sus operaciones de mineral de hierro en el oeste de Australia para aumentar su actual producción anual de unas 105 millones de toneladas a unas 170 millones en el año 2006. ■

Fitch Research proporciona la mayor cantidad de información de clasificaciones Latinoamericanas en una sola dirección.

Fitch Research, es el servicio *on line* más completo de análisis de bonos disponible en www.fitchratings.com, que ahora entrega la lista más extensa de clasificaciones locales e internacionales por entidad y por emisión. Al disponer de ambas clasificaciones en un sólo lugar, Fitch hace posible que los suscriptores seleccionen de manera más eficiente y de acuerdo a su conveniencia, la información que consideran vital. Además, los lectores pueden:

Descargar clasificaciones fácilmente

Utilizar buscadores avanzados para localizar un emisor/emisión;

Personalizar las carteras para actualizar automáticamente; e

Inscribirse para recibir alertas vía e-mail, que le notifican los cambios en los portafolios.

Ninguna otra agencia clasificadora del mundo tiene el alcance de cobertura global, regional y local que brinda Fitch Research. Al igual que con todos nuestros productos, los suscriptores también se benefician al contar con el apoyo del equipo global de Fitch, lo que asegura la consistencia y la confiabilidad de la información.

Para solicitar más información o suscribirse a Fitch Research:

Norteamérica	Europa	Asia
One State Street Plaza	Eldon House	3902 Tower Two, Lippo Centre
New York, NY 10004	2 Eldon Street	89 Queensway
1-800-75FITCH	London EC2M 7UA UK	Hong Kong
+1-212-908-0800	+44-20-7417-4321	+852-2263-9963

Fitch Research es un producto de Fitch Ratings, líder mundial en la clasificación de bonos y los estudios de inversiones, que tiene oficinas y empresas conjuntas en casi 50 lugares, cubriendo entidades en más de 80 países. Fitch Ratings cuenta con más de 1.600 empleados alrededor del mundo y sus clasificaciones se incluyen en varios de los índices de bonos más importantes del mundo. Fitch Ratings es una subsidiaria de Fimalac S.A.

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.