

INFORMATIVO TRIMESTRAL LATINOAMERICANO

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

PRÉSTAMOS DE CONSUMO EN BRASIL — PRÉSTAMOS DESCONTADOS POR PLANILLA EN LAS FINANZAS ESTRUCTURADAS

Jayme Bartling

■ Introducción

En Brasil existe una amplia variedad de activos que se pueden calificar como préstamos de consumo, provenientes también de un amplio grupo de originadores, que van desde bancos a compañías financieras y negocios minoristas. Si bien todos estos tipos de préstamos buscan por lo general el objetivo básico de financiar el consumo de individuos, este artículo se centrará en el conjunto de préstamos de consumo que se aseguran mediante los descuentos por

planilla y de los beneficios de seguro social (conocido como crédito consignado). El propósito de este artículo es entregar a los inversionistas una comprensión acabada de los riesgos primarios y los factores mitigantes que involucran este tipo de préstamos de consumo securitizado, que marca su quinto año de presencia en el ambiente de securitización local. Por ende, los préstamos relacionados con planillas y beneficios de seguro social recibirán el nombre conjunto de préstamos descontados por planilla.

vea Préstamos de Consumo en Brasil — Préstamos Descontados Por Planilla en las Finanzas Estructuradas en página 2

EMPRESAS LATINOAMERICANAS ENFRENTAN EFECTOS DEL NACIONALISMO

Anita Saha

El nacionalismo relacionado con los recursos existentes en Latinoamérica ha reforzado su presencia, a medida que la mayoría de los habitantes de la región se mantiene desilusionada con su lucha por lograr la prosperidad en un momento de

altos precios de *commodities* y elecciones presidenciales. La nacionalización, o la amenaza de esta opción, tiene un efecto negativo sobre las empresas que operan en la región, ya que puede resultar en una falta de inversión o una baja en la producción de industrias estratégicas tales como la del petróleo, un mayor costo de capital y mayores niveles de deuda. Otros efectos negativos incluyen las condiciones comerciales menos favorables, una

Envíe sus comentarios, sugerencias o ideas a:
Leonore Ramirez,
leonor.ramirez@fitchratings.com

vea Empresas Latinoamericanas Enfrentan Efectos del Nacionalismo en página 4

EN ESTA EDICIÓN

Préstamos de Consumo en Brasil —
Préstamos Descontados por Planilla
en Las Finanzas Estructuradas..... 1

Empresas Latinoamericanas
Enfrentan Efectos del
Nacionalismo..... 1

Bancos Pequeños y Medianos de
Brasil Enfrentan la Tormenta y
Buscan Financiamiento..... 6

Préstamos de Consumo en México:
Banco de Nicho y Prestadores
Especializados..... 8

Sector Energético Latinoamericano:
Alots Costos Aumentan Riesgos
del Sector..... 10

Telefonía Móvil en Latinoamérica:
El Crecimiento Continúa..... 12

Uruguay: Alta Dolarización
del Sistema Financiero..... 14

Industria Forestal de Chile: Amplias
Ventajas Competitivas..... 15

Fondos de Inversiones en Bienes
Raíces de Costa Rica: Riesgos y
Oportunidades..... 19

Sector Energético Dominicano
Enfrenta Importantes Desafíos..... 21

Fitch Asigna Clasificaciones
Default del Emisor y
Clasificaciones de Recovery a
Empresas Latinoamericanas..... 22

Fitch Alza Clasificación de
República Dominicana a 'B'..... 23

Enero 2006 • Volumen 5 • Edición 3

LINKS DE INTERES

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

PRÉSTAMOS DE CONSUMO EN BRASIL — PRÉSTAMOS DESCONTADOS POR PLANILLA EN LAS FINANZAS ESTRUCTURADAS

viene de página 1

Fitch cree que la ampliación de los plazos de vencimientos que presenta el mercado de originación de estos préstamos continuará beneficiando a las estructuras de securitización con clasificaciones altas, las que ya se han transformado en un activo predominante en el mercado local de securitización de Brasil. Estas transacciones se transformaron en alternativas importantes y estables de financiamiento para los bancos pequeños y medianos en momentos de crisis de liquidez, como fuera el caso durante la intervención que realizara el Banco Central al Banco Santos en el año 2004. A la fecha, virtualmente todos los principales originadores bancarios de préstamos descontados por planilla tienen parte de sus carteras securitizadas mediante Fondos de Inversión em Direitos Creditórios (FIDC) o fondos reversibles, considerados como vehículos de propósito especial válidos.

Desde que comenzara a establecerse el mercado de securitización local en el año 2002, las securitizaciones de préstamos descontados por planilla han representado al menos un cuarto de los volúmenes de emisión anual. Al expandir los préstamos descontados por planilla a los beneficiarios de seguro social en el año 2004, el segmento de préstamos basados en el seguro social ha llegado a representar casi un 40% de la originación de préstamos descontados por planilla.

Históricamente, el crédito de consumo brasilero para individuos se ha visto menoscabado por varios factores, incluyendo altas tasas de interés y la falta de sofisticación de quienes solicitan los préstamos. En el año 2005, la originación crediticia total fue de aproximadamente BRL623,9 mil millones (US\$287,2 mil millones), lo que representa un 31,6% del PIB. El crédito de consumo alcanzó los BRL199,2 mil millones (US\$91,7 mil millones), de los cuáles aproximadamente BRL35 mil millones se registraron en la forma de préstamos descontados por planilla. Este segmento se ha más que triplicado en los pasados dos años desde un

estimado de BRL10 mil millones en el año 2003, ubicándose en el segundo lugar en importancia sólo después del financiamiento automotriz. A pesar del significativo aumento de los préstamos descontados por planilla, se estima que más del 60% de quienes solicitan préstamos usaron el dinero para refinanciar otras deudas ya existentes, reduciendo sus efectos sobre el crecimiento general de los créditos de consumo.

Antecedentes

Los bancos pequeños y medianos comenzaron con la originación de préstamos descontados por planilla ya en el año 1997, para empleados públicos estatales y municipales, en un momento en que los préstamos por esta categoría de empleados se otorgaban sólo a aquellos que contaban con el apoyo de las leyes en sus respectivas jurisdicciones. En diciembre de 2003, la ley federal permitió que se entregaran préstamos descontados por planilla a los empleados públicos federales, y esta ley se extendió a los empleados de las compañías del sector privado. Esta legislación permite que cualquier empleado solicite un préstamo de consumo con los pagos retirados directamente de su salario mensual. Con el fin de otorgar préstamos por planilla a los empleados públicos, los bancos originadores establecieron acuerdos operacionales, conocidos como *código propio*, con varios gobiernos municipales, estatales y federales, que se encuentran gobernados por sus respectivas leyes.

La consignación de salarios estatales y municipales se encuentra gobernada y regulada por decretos estatales y municipales; mientras que la consignación del salario de un empleado público federal es gobernada por un decreto federal. Los ítems que se pueden retener de estos salarios se categorizan por lo general en dos grupos específicos: obligatorios y no obligatorios. Los ítems obligatorios incluyen impuestos sobre utilidades, contribuciones a seguros sociales, contribución a planes de pensiones, manutención para niños/cónyuges y otras órdenes legales de retención de sueldos.

Los ítems no obligatorios incluyen gastos de asociación, gastos sindicales, primas de seguros de vida y salud y pagos mensuales de préstamos otorgados por la institución financiera acreditada. Los ítems obligatorios tienen prioridad de pago por sobre los ítems no obligatorios. Después de considerar los ítems obligatorios, los bancos originadores pueden otorgar préstamos con pagos mensuales que no excedan el porcentaje establecido de ingresos libres (por lo general, 30%).

Beneficiarios del Seguro Social (INSS)

En septiembre del año 2004, la Ley 10.953 autorizó a algunos bancos para otorgar préstamos de consumo a los beneficiarios de seguro social del Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). Los pagos se descuentan de los beneficios recibidos mensualmente. La originación de préstamos del INSS experimentó un crecimiento sustancial en el año 2005, alcanzando BRL14 mil millones en abril del año 2006. De un total de 19 millones de jubilados y pensionados registrados en el sistema INSS, 5,4 millones ya han recibido préstamos de uno de los 41 bancos autorizados para entregar este tipo de créditos.

La originación de préstamos del INSS sigue la regulación estándar de esta entidad federal relacionada con el Ministerio de Seguro y Asistencia Social. Los préstamos no pueden exceder los 36 meses, con los descuentos limitados al 30% de la cantidad neta destinada al pago de beneficios. Además, los bancos originadores tienen prohibido cobrar gastos relacionados con préstamos.

Como ya ha afirmado Fitch en informes y artículos anteriores, los préstamos INSS se encuentran sujetos a riesgos políticos y regulatorios. Los recientes esfuerzos regulatorios han limitado las tasas de interés para este tipo de préstamos, además de eliminar las evaluaciones de gastos relacionados con préstamos por parte de los bancos originadores. Aunque se encuentran

PRÉSTAMOS DE CONSUMO EN BRASIL — PRÉSTAMOS DESCONTADOS POR PLANILLA EN LAS FINANZAS ESTRUCTURADAS

viene de página 2

bien estructurados y tienen precedentes legales claros, Fitch considera que los préstamos otorgados por el INSS se encuentran expuestos a mayores riesgos políticos y regulatorios que los préstamos descontados por planilla para empleados públicos.

■ Incertidumbres de Riesgo Clave

Fitch ha identificado varios riesgos clave en las securitizaciones de préstamos descontados por planilla que los inversionistas deben considerar con el fin de obtener clasificaciones altas para sus transacciones estructuradas. Estos incluyen los riesgos de commingling y servicio de deuda, mora y pérdida, liquidez, descalce de tasa de interés y prepago. Aunque estos riesgos no son diferentes de aquellos de otras securitizaciones de préstamo de consumo, varios riesgos específicos para las securitizaciones de préstamos descontados por planilla tienen elementos diferenciadores.

Riesgos de Entrampamiento y Manejo

Si bien por lo general el banco originador juega un papel clave en el servicio de pagos de préstamos en mora en la mayoría de las transacciones, el nivel de riesgo de entrampamiento de los flujos de caja puede variar. Es posible que los acuerdos (por ejemplo, *códigos propios*) entre los bancos y las entidades subnacionales contengan ciertas restricciones respecto a la posibilidad de redirigir los pagos de préstamos securitizados hacia cuentas que no correspondan a aquellas del banco originador. En dichos casos, es la entidad subnacional la que realiza los cobros de efectivo, y los deposita en una cuenta específica del banco originador; dichos cobros se retiran inmediatamente y se transfieren a la cuenta bancaria de la transacción. Ya que este flujo de caja puede presentar riesgos de transferencia intra día, es posible que Fitch solicite mayores medidas de liquidez dentro de la estructura de la transacción con el fin de cubrir las potenciales interrupciones en el servicio de

deuda (intervención) de un banco originador con una clasificación baja comparada con la de la transacción.

En los acuerdos que no tienen este tipo de restricciones, todos los pagos de la entidad subnacional se pueden hacer directamente a una cuenta de pagos con el domicilio de un agente de pagos designado (por ejemplo, una institución financiera con una clasificación alta) que identifique y separe los pagos de préstamos vendidos a la transacción de aquellos que se deben pagar al banco originador.

Mora y Liquidez

Las situaciones de mora dentro de los plazos de 30, 60 y 90 días se ven influenciadas generalmente por las demoras de las entidades subnacionales para transferir las ganancias descontadas a la cuenta de cobros de la transacción. Las menores demoras se pueden atribuir a los tiempos de procesamiento de los descuentos que superan la fecha de emisión de la planilla. Sin embargo, Fitch ve las alzas históricas en las tasas de mora superior a 30 días en una cartera determinada como una posible consecuencia de crisis de liquidez momentánea de las condiciones financieras/económicas de las entidades subnacionales. Fitch ve este tipo de problemas de liquidez para cumplir con los pagos completos y oportunos de amortizaciones como gatillos más importantes para los niveles de colateralización que los castigos. Por lo tanto, además de analizar los datos históricos de pagos, Fitch busca evaluar los perfiles de riesgo crediticio y de liquidez subyacente de las entidades subnacionales en las transacciones con un pool concentrado de entidades subnacionales.

Castigos

Las pérdidas históricas de las carteras han sido impulsadas principalmente por situaciones de defaults del deudor, debido a fallecimiento o discapacidad, así como término de empleo o separaciones matrimoniales, todos factores que reducen

los ingresos disponibles desde los cuáles se pueden realizar descuentos. Si bien la historia de este sector es reciente, Fitch ha observado que los castigos de 180 días se mantienen inferiores al 3% del balance total de la cartera. Las mayores tasas de castigos que se han observado pueden recibir la influencia del nivel de automatización de las funciones de planilla de una entidad subnacional. Muchas entidades subnacionales siguen ingresando planillas y descuentos manualmente, lo que puede resultar en errores al calcular los ingresos disponibles a consignar al momento de originar el préstamo.

Descalce de Tasa de Interés

Los préstamos descontados por planilla generan una tasa de interés fija, la que generalmente sirve a un cupón con tasa flotante sobre la emisión de valores de la securitización. Por lo tanto, es importante que la colateralización disponible sea suficiente para absorber de manera adecuada los movimientos adversos de las tasas de interés flotante. Además, las transacciones se pueden ver expuestas a contracciones en el rendimiento de la cartera en un ambiente de tasa de interés cada vez más competitivo, ya que los nuevos préstamos adquiridos a lo largo del periodo rotativo de la transacción obtienen rendimientos brutos menores.

Riesgos de Prepago

La originación de préstamos descontados por planilla se ha vuelto cada vez más competitiva entre los bancos que operan en este nicho de mercado. Como resultado de lo anterior, los participantes de este mercado han extendido los plazos de vencimientos de los préstamos reiteradamente, además de participar en campañas dirigidas a refinanciar préstamos cuyo objetivo es retener a los deudores existentes y aumentar su participación de mercado. En respuesta a esta situación, Fitch ha observado un alza en las tasas de prepago para las carteras securitizadas, que han ido de niveles con cifras bajas de un solo dígito hasta tasas anuales superiores al 50%. La mayor parte de los prepagos que se han observado en esta clase de activos se

PRÉSTAMOS DE CONSUMO EN BRASIL — PRÉSTAMOS DESCONTADOS POR PLANILLA EN LAS FINANZAS ESTRUCTURADAS

viene de página 3

atribuye a las campañas de refinanciamiento que apuntan a retener la participación del respectivo banco en el porcentaje de ingresos libres del deudor, además de la extensión en los plazos de vencimiento de los préstamos.

Si bien una transacción con una estructura sólida no se ve afectada de manera negativa por las tasas de prepago, el riesgo de prepago puede tener un efecto perjudicial cuando las carteras se compran con una prima alta. En general, los bancos buscan securitizar carteras con una prima mínima de su valor par, con el fin de compensar los costos de originación de préstamos (comisiones, etc.), que pueden alcanzar hasta el 8%–12% del monto del préstamo. En casos como este, sólo una parte del rendimiento bruto de la cartera de préstamos se vende a la securitización, lo que resulta en un spread excedente bruto disponible más bajo. Además, al adquirir

una cartera de préstamos con una prima superior a los costos de originación compensatorios, la securitización anticipa los ingresos financieros que recibirá el banco originador. Por ende, dependiendo de la prima que se paga para adquirir los préstamos, a medida que ocurren los prepagos, el spread excedente que se genera del préstamo no se percibe, además de aumentar el potencial de pérdida para el inversionista principal.

Las tasas de prepago de las carteras de préstamos del INSS han experimentado tasas bajas importantes, debido principalmente a que tienen un historial más bien corto dentro del mercado y es más difícil para los deudores que refinancien sus préstamos existentes.

Diferentes a los préstamos otorgados a los empleados públicos, los préstamos del INSS que se prepagan pueden demorar

hasta 15 días antes de que se otorgue el nuevo préstamo en su reemplazo. No obstante, Fitch considera que la reciente regulación aprobada para los préstamos del INSS con el fin de reducir sus tasas de interés mensuales con un límite del 2,9% (40,9% APR), resultará en un potencial aumento de los actuales niveles de prepago.

El riesgo de prepago se puede reducir en las transacciones debido a su naturaleza rotativa, que reinvierte cualquier exceso de efectivo cobrado y/o de prepagos en préstamos recién originados, con lo que se reducen los potenciales costos de mantención. Sin embargo, el prepago de préstamos adquiridos con prima subestimará los niveles de colateralización de una transacción para spread con excedentes y subordinación. ■

EMPRESAS LATINOAMERICANAS ENFRENTAN EFECTOS DEL NACIONALISMO

viene de página 1

reducción en el empleo y mayores costos asociados con negociaciones prolongadas, arbitrajes y batallas legales.

Varios líderes populistas de la región han elegido explotar la buena racha de los precios de *commodities* para tomar una mayor participación en los recursos naturales de sus países, con implicaciones negativas para varias empresas. Latinoamérica cuenta con importantes depósitos de petróleo, cobre, hierro y otros minerales que se encuentran actualmente en puntos altos de sus ciclos de precios. Cuando el precio del petróleo y otros *commodities* se encuentran altos, los gobiernos de los países productores se sienten a menudo menos motivados a cumplir con los contratos y acuerdos establecidos con inversionistas extranjeros y sus socios en *joint-ventures*, con el fin de aumentar la parte de la riqueza generada que le corresponde a su país. A menudo los gobiernos realizan cambios de manera unilateral con acuerdos ya existentes en un

intento por aumentar los impuestos y *royalties*, además de sus intereses de propiedad, y así alcanzar lo que comúnmente se transforma en ganancias a corto plazo, en vez de apuntar a una recompensa a largo plazo. Generalmente, esto implica el deterioro de la calidad crediticia y una baja en las clasificaciones.

Las industrias que se han nacionalizado, compañías que antes fueran privadas, tienden a perder eficiencia, ya que varios de sus trabajadores con más experiencia son despedidos y reemplazados con empleados que generalmente no tienen las mismas calificaciones. Los gobiernos a menudo intentan redistribuir la riqueza mediante el aumento en programas sociales en vez de reinvertir de manera adecuada en las operaciones de negocios de áreas tales como la exploración y la expansión de capacidad. La reposición de activos aleja a los inversionistas extranjeros, lo que reduce aún más los fondos disponibles para inversión y gastos de capital. Todos estos

factores tienden a limitar la producción global, lo que hace subir los precios de los *commodities*.

Los ejemplos más destacados de Latinoamérica de este tipo de redistribución se encuentran en Venezuela y Bolivia. Ahora que los precios se han disparado, el presidente de Venezuela, Hugo Chavez, ha subido impuestos y *royalties* e incluso ha asumido el control operativo de compañías extranjeras. Siguiendo el ejemplo de Chavez, el recién electo presidente de Bolivia, Evo Morales, populista de origen indígena, emitió un decreto nacionalista según el cual las compañías deben transferir sus operaciones de producción a Yacimientos Petrolíferos Fiscales Bolivianos (YPFB), compañía de energía estatal de Bolivia. En mayo de 2006, Morales llevó tropas militares para apropiarse del yacimiento de gas natural más grande del país, operado por Petróleo Brasileiro S.A. (Petrobras) de Brasil. Durante un periodo interino de 180 días

EMPRESAS LATINOAMERICANAS ENFRENTAN EFECTOS DEL NACIONALISMO

viene de página 4

que se entregó a las compañías para revisar los términos de los nuevos contratos, el estado boliviano tomará un 82% de los ingresos de los dos mayores yacimientos, un considerable aumento desde el 18% que se destinaba hace un año. Esta acción aumentará a más del doble los ingresos del gobierno provenientes del gas hasta cerca de los US\$800 millones al año. Se el gobierno boliviano considera que los resultados de las futuras negociaciones son desfavorables, lo más probable es que expropié y asuma el control total de los recursos de gas natural del país. Petrobras ha respondido suspendiendo su plan de expansión del gasoducto Bolivia - Brasil y adelantando la planificación de su propio yacimiento de gas natural en Brasil, todo esto en desmedro de Bolivia. Además de Petrobras, las compañías extranjeras han invertido cerca de US\$4,0–US\$5,0 mil millones en Bolivia. Sin embargo, el país aporta sólo el 1,5% del ingreso de Petrobras y un 3,7% de reservas.

Incluso cuando las compañías no han sido directamente nacionalizadas, las condiciones y los términos operacionales que cambian constantemente tienden a desalentar las inversiones extranjeras y aumenten el costo de capital para la industria en general. Por ejemplo, YPF Repsol detuvo sus planes de inversión de casi US\$500 millones en Bolivia después de que el alza de los impuestos hizo que el desarrollo de algunos yacimientos de gas no fuera rentable. Además, un proyecto de US\$6 mil millones para transportar gas natural desde Bolivia a Chile para exportar a México y Estados Unidos se suspendió cuando la izquierda radical del país movilizó a los pobres para protestar y detener el plan con el fin de mantener los recursos dentro del país. Al igual que otros países latinoamericanos, Bolivia necesita capital extranjero, experiencia y tecnología para desarrollar sus yacimientos de gas y cumplir con los contratos de exportación firmados con Argentina y Brasil, su principal mercado. Sin esta inversión, los bolivianos no podrán obtener el mayor valor de los recursos sin ayuda.

Perú también ha mostrado una tendencia hacia un mayor nacionalismo, con ambos candidatos presidenciales realizando campañas para la renegociación de contratos relacionados con el gas natural. Estas acciones fueron vistas como el primer paso de un mayor esfuerzo por nacionalizar otros sectores estratégicos tales como la minería. El resultado de la elección del 4 de junio de 2006, alivió al sector minero, ya que el populista candidato Ollanta Humala no obtuvo la victoria. Humala había planeado aumentar los impuestos y *royalties* para las compañías mineras extranjeras, además de amenazar con la nacionalización de los activos de hidrocarburo del país.

El aumento de la nacionalización de la industria del gas en Bolivia y Perú afecta a las empresas de toda la región, tales como las ubicadas en México, que han invitado a países como Bolivia a competir en una licitación para suministrar gas natural. México espera ansiosamente que el Presidente de Bolivia determine la manera en que sus planes respecto a la nacionalización de la industria del gas afectarán a México. Los productores de acero con Minimill de México se verían especialmente perjudicados con el alza de los precios del gas.

Otros efectos negativos de las políticas nacionalistas incluyen el deterioro de los acuerdos de libre comercio y el crecimiento del empleo. Venezuela cumplió su amenaza de retirarse de la comunidad Andina, que cuenta con cinco miembros (Bolivia, Chile, Colombia, Ecuador y Perú), porque Perú y Colombia firmaron acuerdos de libre comercio con Estados Unidos. Sin embargo, Bolivia no se retiró de la comunidad con el fin de demostrar su compromiso con la administración Chavez, como varios habían esperado sucediera. Además, los acuerdos comerciales de Bolivia con Estados Unidos expiran en diciembre de 2006. Bolivia se beneficia de las exportaciones efectuadas a Estados Unidos que producen US\$160 millones al año, de compañías que generan 100.000 empleos. Es probable que Bolivia no renueve su acuerdo con Estados Unidos,

optando por un acuerdo de trueque con Venezuela para la exportación de porotos de soya y diesel. Si las preferencias comerciales con Estados Unidos no se extienden, las industrias de la soya y del ensamblaje de Bolivia podrían sufrir debido al declive en las exportaciones y el empleo.

De manera similar, las negociaciones comerciales con Estados Unidos llegaron a su fin con Ecuador y es posible que no se revise un acuerdo ya existente después que el país iniciara acciones contra Occidental Petroleum Corp. (Occidental), compañía norteamericana que además es el mayor inversionista extranjero de Ecuador. La licencia de la compañía fue revocada en mayo de 2006, debido a que en el año 2000 había transferido un 40% de sus intereses en derechos para campos petroleros a EnCana of Canada. Desde el punto de vista del gobierno ecuatoriano, esta acción constituyó una violación al contrato de tal envergadura que los activos de la compañía se deben devolver al estado. Cerca de US\$1,0 mil millones de los activos de Occidental ya han sido expropiados para ser devueltos a Petroecuador, compañía petrolera estatal. Las operaciones de Petroecuador han mostrado una relativa ineficiencia histórica, su producción ha ido en descenso y la compañía necesita de la experiencia de productores petroleros extranjeros para cumplir con sus objetivos determinados.

Incluso sin una nacionalización completa, se ha detectado una mayor interferencia gubernamental en toda la región en las prácticas comerciales. Por ejemplo, en Argentina, desde el comienzo de la crisis económica del año 2002, el gobierno ha impuesto altos impuestos a las exportaciones para las *commodities* agrícolas, tales como el trigo y los porotos de soya. A principios de este año, la administración del Presidente Nestor Kirchner eliminó el refinanciamiento de exportación asociado con 200 productos alimenticios básicos. Esta acción redujo el incentivo para que los productores exportaran, ya que un estimado de US\$100 millones anuales en créditos tributarios fueron efectivamente eliminados.

EMPRESAS LATINOAMERICANAS ENFRENTAN EFECTOS DEL NACIONALISMO

viene de página 5

No todos los países latinoamericanos con recursos naturales importantes se han visto afectados por una nacionalización total o parcial de sus industrias asociadas. Chile es el mayor productor de cobre del mundo. Aunque cerca de un tercio de la producción de cobre de Chile se encuentra bajo el control del gobierno, el país sigue invirtiendo en expansión de capacidad, esperándose que su producción se aumente en un 6% en el año 2006, alcanzando las 5,6 millones de toneladas. Los demócratas sociales moderados que lideran el país han usado los beneficios de los altos precios del cobre para financiar gasto público y social, pero las inversiones en expansión de capacidad continuarán realizándose, aunque probablemente se financiarán con deuda. Codelco, el mayor productor de cobre del mundo, es un 100% propiedad del gobierno chileno. Aunque se espera que la producción de cobre de Codelco baje en cerca de un 6% en el año 2006, hasta las 1,7 millones de toneladas, la compañía planea invertir US\$1,5 mil millones al año

durante los siguientes 15 años para aumentar la producción en cerca de un 100%. Brasil, la mayor economía de Latinoamérica, también se ha beneficiado con sus abundantes recursos minerales. Aunque el gobierno entrega concesiones para recursos mineros tales como el hierro, la bauxita y el cobre, las compañías mineras no se encuentran bajo control gubernamental. El presidente del país, Luis Ignacio Lula da Silva, ha adoptado el socialismo, pero con sólidas políticas monetarias y fiscales y una gran apertura económica.

Aunque en el pasado, Latinoamérica ha luchado y atesorado la democracia y las políticas económicas liberales, existe una fuerte tendencia hacia el tipo de nacionalismo impulsado por un tipo de líderes, tales como el Presidente Chavez de Venezuela y Fidel Castro de Cuba. La pobreza y otros males sociales arraigados en la región perpetúan la creciente aceptación por las políticas nacionalistas.

Las promesas hechas por los líderes y los candidatos presidenciales de una distribución más equilibrada de la riqueza a partir de la mayor rentabilidad generada por los recursos naturales de los países, resultan atractivas para las masas empobrecidas. Varios líderes o candidatos han elegido explotar esta situación a pesar de los costos para las empresas y los ciudadanos de la región, considerando que las promesas pasadas de prosperidad quedan a menudo sin cumplir. Todos los participantes de la industria — los gobiernos y las empresas de la región, así como los inversionistas y operadores extranjeros — van a tener que ejercer precaución para poder disfrutar de todos los beneficios de los altos precios de los *commodities* sin las consecuencias negativas de las políticas nacionalistas que tienden a conseguir ganancias a corto plazo a expensas de una rentabilidad sostenible en el largo plazo. ■

BANCOS PEQUEÑOS Y MEDIANOS DE BRASIL ENFRENTAN LA TORMENTA Y BUSCAN FINANCIAMIENTO

Pedro Gomes, Peter Shaw and Rafael Guedes

Diecinueve meses después de que la intervención realizada por el Banco Central de Brasil sobre un banco brasileño mediano llevara al mercado a un periodo de fuerte turbulencia, que se vio empeorado por la crisis política desatada en mayo de 2005, Fitch piensa que los bancos pequeños y medianos han vuelto a demostrar su capacidad y agilidad para ajustarse a las situaciones de crisis. En opinión de Fitch, estos problemas tuvieron un amplio alcance e impulsaron una mayor utilización del mecanismo de asignación de préstamos. Además, la turbulencia generó buenas oportunidades para que los grandes bancos minoristas y corporativos entraran al segmento del mercado pequeño y mediano, lo que efectivamente ocurrió debido a la contracción de los bancos más pequeños, que debieron enfrentar la menor cantidad de fondos disponibles en ese momento.

Fitch considera que la postura del sistema financiero de Brasil ante esta crisis fue positiva, debido a que los grandes bancos entregaron financiamiento y, en consecuencia, liquidez a los bancos más pequeños, aunque éstos debieron pagar altas sumas por estos recursos. Estos problemas pusieron a prueba la calidad de las carteras de los bancos pequeños y medianos, que debieron reducir considerablemente el tamaño de sus carteras en un periodo de tiempo relativamente corto, con el fin de cumplir con sus compromisos, considerando la naturaleza a corto plazo de los pasivos bancarios de Brasil. No obstante, Fitch también ha visto aspectos negativos, tales como el mayor endeudamiento de algunos bancos activos en préstamos de consumo, debido a la abundancia de fondos y las normas locales prudenciales que permiten

un mayor endeudamiento para la misma exposición de riesgo. Fitch observa de cerca a dichos bancos, los que podrían recibir ajustes en sus clasificaciones, en caso que se mantenga el escenario de alto endeudamiento.

La antes mencionada intervención del Banco Central en noviembre de 2004 llevó a ciertos inversionistas institucionales a retirar grandes cantidades de depósitos de los bancos pequeños y medianos, canalizando sus recursos a instituciones cuyos perfiles crediticios se consideraban más fuertes, tales como los grandes bancos minoristas y extranjeros. En el periodo de mayores retiros de depósitos (cuarto trimestre de 2004) desde los bancos pequeños y medianos que analizaba Fitch, éstos bajaron en promedio un 21%, alcanzando en dos casos una pérdida del

vea Bancos Pequeños y Medianos de Brasil Enfrentan la Tormenta y Buscan Financiamiento en página 7

BANCOS PEQUEÑOS Y MEDIANOS DE BRASIL ENFRENTAN LA TORMENTA Y BUSCAN FINANCIAMIENTO

viene de página 6

39%. Desde el 30 de septiembre de 2004, hasta el 30 de junio de 2005, los depósitos bajaron un 25%, alcanzando en un caso una pérdida del 51%. La crisis política del año 2005 tuvo un impacto más limitado sobre los fondos, afectando principalmente a dos bancos, los que siguieron perdiendo importantes depósitos en el segundo semestre del 2005 debido a la negativa exposición que tuvieron en la prensa, la que los acusaba de tener responsabilidad en esta crisis. Excluyendo a estas instituciones, los depósitos en bancos pequeños y medianos presentaron un aumento nominal del 18% en el segundo semestre del año 2005, situándose por sobre el 12% observado en el sistema, demostrando que los inversionistas habían vuelto a colocar sus recursos en el segmento bancario y que los efectos de los problemas se habían prácticamente superado. Algunos de estos bancos, generalmente aquellos con menos endeudamiento y fuerte liquidez, se vieron menos afectados por los eventos descritos anteriormente, recuperando los recursos más rápido que los otros. Estos bancos también son reconocidos como aquellos con las mejoras clasificaciones otorgadas por Fitch es este segmento.

En este turbulento periodo, dos mecanismos contribuyeron enormemente a mantener la liquidez de los bancos pequeños y medianos en niveles al menos aceptables: la reducción de las carteras de préstamos y los acuerdos de otorgamiento de préstamos con bancos. La primera medida se benefició de los cortos plazos de las carteras de préstamos de los bancos y, principalmente, de la calidad de la cartera. En un caso, la cartera se contrajo en un 27% en el cuarto trimestre del 2004 y en un 46% acumulado al 30 de junio de 2005. No obstante, es importante notar que en la mayor parte de los bancos de este segmento, incluyendo el caso antes mencionado, la producción de préstamos se mantuvo intensa y la reducción de carteras se debió principalmente por las asignaciones de préstamos. Esta situación se observó particularmente en los bancos concentrados en finanzas de consumo, principalmente en préstamos de consignación y para vehículos. Los

préstamos consignados son un tipo de préstamo personal en que los pagos se descuentan directamente de la planilla de pagos del empleado o de la pensión en caso de los jubilados y pensionados del Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), agencia de seguro social de Brasil. El riesgo crediticio de los bancos para este tipo de préstamos es menor que con otras formas de préstamos personales y debido a la gran demanda por este producto, junto a la percepción de buena calidad de los préstamos generados y el hecho que los contratos son estandarizados, estos bancos pudieron celebrar acuerdos de asignación con los grandes bancos minoristas y, de esta manera, emergieron de la turbulencia de manera más satisfactoria, manteniendo la producción de préstamos e incluso registrando una equivalencia entre sus activos y pasivos, en términos de vencimientos. Además, la aceleración del reconocimiento de ingresos generada por las asignaciones, permitió un fuerte crecimiento en las ganancias, reflejadas en los retornos sobre patrimonio (ROEs) de hasta un 98% en el año 2005. Mientras tanto, los bancos de nicho que otorgan préstamos principalmente a compañías pequeñas y medianas, con menores márgenes financieros, debieron reducir sus carteras a medida que su flexibilidad se veía limitada y tenían menos oportunidades para otorgar préstamos y, en consecuencia, informaron menores ingresos y rentabilidad en el periodo.

Con la recuperación de los depósitos en el segundo semestre del 2005, los bancos pequeños y medianos volvieron a aumentar las operaciones crediticias registradas en balances (12% hasta el 30 de junio de 2005, excluyendo los dos bancos que siguieron perdiendo depósitos, 15% considerando los préstamos vendidos; ambos casos por sobre el 11,5% observado en el sistema). Varios bancos pequeños y medianos también comenzaron a tener acceso más frecuente al mercado internacional para emisiones, beneficiándose de la amplia liquidez del mercado externo. Las instituciones pequeñas que tenían una limitada presencia internacional hasta entonces también podían reunir fondos en volúmenes

satisfactorios, con tasas y vencimientos adecuados. En algunos casos, se encuentran incluso estructurando mecanismos para vender carteras en consignación directamente a los mercados extranjeros y/o emitiendo valores respaldados por estos activos. Fitch piensa que la diversificación de financiamiento es positiva, principalmente para los bancos más pequeños que son más susceptibles a las fluctuaciones de la economía. Además, la agencia considera la creciente emisión externa como algo favorable, a pesar de mantenerse alerta ante los efectos de esta concentración de financiamiento en la cartera de los bancos, ya que la voluntad de los inversionistas internacionales y/o el costo de la cobertura de cambio podría variar.

Con la recuperación de sus fuentes de financiamiento, algunos bancos que se involucraron en los préstamos de consignación han disminuido de manera estratégica el volumen de sus ventas de préstamos, con lo que también se espera que se reduzcan sus ganancias, debido a que el reconocimiento acelerado de ganancias derivado de este tipo de préstamos es más lento. Fitch considera este procedimiento como algo positivo, ya que los ingresos tributarios tenderán a aumentar en el largo plazo, debido a que los bancos ya no compartirán sus márgenes con los bancos que los financian, beneficiando las futuras ganancias. Además, Fitch comprende que las ganancias seguirán siendo sólidas para aquellos bancos con un enfoque definido y un control eficaz sobre sus costos. En general, si se mantienen las actuales condiciones de mercado, se espera que los bancos pequeños y medianos informen mejoras en sus utilidades operacionales rutinarias en el año 2006, debido a un aumento en la cartera de préstamos y la disponibilidad de financiamiento.

También se observaron otras consecuencias beneficiosas de esta turbulencia en los bancos de este nicho, tales como la mayor preocupación por diversificar financiamiento y el encaje de activos y pasivos. Un gran número de estos bancos

BANCOS PEQUEÑOS Y MEDIANOS DE BRASIL ENFRENTAN LA TORMENTA Y BUSCAN FINANCIAMIENTO

viene de página 7

solía considerar que el simple hecho de mantener una liquidez satisfactoria (medida como un porcentaje del financiamiento) era suficiente para soportar los periodos de stress, y no mostraban el mismo interés en el encaje de los vencimientos de sus operaciones. Desde entonces, se han visto obligados a aumentar su enfoque en este aspecto y han usado la venta de préstamos y las emisiones internacionales a mediano y largo plazo para financiar sus préstamos consignados y los préstamos de consumo con los plazos más largos. Los depósitos, que por lo general son a corto plazo, se han dirigido a financiar operaciones con plazos más cortos, tales como capital de trabajo y las cuentas descontadas para las compañías. No obstante, Fitch sigue preocupado con la menor liquidez de algunos bancos, principalmente de aquellos que comprenden que el mecanismo de venta de préstamo siempre está disponible, independientemente de las condiciones del mercado, y que sus posiciones de efectivo se verían beneficiadas inmediatamente, un procedimiento que no consideramos conservador. Fitch seguirá monitoreando estos bancos.

La intervención del Banco Central y la crisis política también causaron una disminución de créditos para compañías pequeñas y medianas desde noviembre de 2004 hasta mediados del año 2005, en un momento en que los grandes bancos minoristas y algunas instituciones orientadas al mercado mayorista buscaban aumentar su presencia en este mercado

con el fin de mejorar sus retornos sobre activos. Las condiciones de mercado ofrecían mayores oportunidades para que estos bancos operaran de manera más consistente con las compañías más pequeñas. Fitch también ha estado monitoreando los efectos generados por la búsqueda más intensa que realizan los bancos de oportunidades de negocios en el nicho de compañías pequeñas y medianas desde mediados del año 2005. Aunque los *spreads* en este segmento se mantienen atractivos, éstos han mostrado una baja desde principios del mismo año, debido a la mayor competencia y los menores costos de financiamiento de los bancos más grandes. No obstante, Fitch cree que aún queda espacio para los bancos pequeños y medianos es este mercado, incluso si varios deberán aumentar sus bajos niveles de endeudamiento con el fin de mantener los márgenes financieros, y posiblemente incurrir en mayores riesgos. Es esencial para la supervivencia de estos bancos el mantenimiento de una base de costos baja, además de la especialización y la personalización de sus productos, con el fin de permitirles sostener sus diferenciales de mayor agilidad y autonomía para así enfrentar la creciente competencia de los bancos más grandes.

En opinión de Fitch, otro efecto negativo para algunos bancos con actividades en el financiamiento de consumo, especialmente en los préstamos consignados, ha sido el aumento de su endeudamiento. Con muchas fuentes de financiamiento a la

mano, principalmente debido a los acuerdos de asignación, estas instituciones han aumentado significativamente su producción de préstamos. Fitch observa de cerca a dichos bancos, respecto a actividades como préstamos vendidos, con y sin interposición de recursos, al momento de calcular sus índices de capitalización (Basel). Para los préstamos vendidos con interposición, el banco que realiza la venta se mantiene como el responsable por el 100% del riesgo crediticio, pero sólo debe asignar a este riesgo un 50% de ponderación al calcular su índice de capitalización. Aunque las asignaciones sin interposición no tienen ponderación para propósitos de adecuación de capital, en algunos casos existen mecanismos de interposición indirectos y el banco que vende sigue administrando la cartera. Además, como hemos verificado en otros países, es posible que el banco que realiza la venta deba absorber pérdidas para mantener la relación, por lo general con un banco más grande que ofrece al banco que vende otras líneas y productos. Por ende, Fitch ha observado índices de capitalización más bajos, en algunos casos apenas por sobre el límite impuesto por las regulaciones locales e incluso por debajo de estas. Como ya se mencionara, en caso que siga registrándose un endeudamiento alto, estos bancos podrían ver cambiada su clasificación de riesgo con el fin de reflejar los riesgos adicionales en los que han incurrido.■

PRÉSTAMOS DE CONSUMO EN MÉXICO: BANCOS DE NICHOS Y PRESTADORES ESPECIALIZADOS

Rene Ibarra, Roberto Gonzalez, Javier Rios, Daniel Martinez

El otorgamiento de préstamos en México, tanto en el sector bancario como en los sectores especializados en préstamos, ha mantenido un ritmo consistente. Tras un periodo de estancamiento en los balances, que siguió al *Tequilazo* de 1995 y se prolongó hasta el año 2002, los préstamos bancarios para el sector privado (consumo,

hipotecas, comerciales e intermediarios financieros no bancarios) se han convertido en los principales impulsores del crecimiento que ha comenzado a reconstruir los balances. El total de préstamos bancarios para el sector privado marcó un 10,8% del PIB para fines del año 2005 (el promedio para el periodo 2002–

2004 fue de un 8,9%), y los préstamos de consumo (tarjetas de crédito, préstamos descontados por planilla y préstamos para automóviles y de fines generales) han contribuido enormemente para lograr este cambio. Desde el año 2003, los préstamos de consumo han mostrado un CAGR real superior al 37%. Por ende, el mix de

PRÉSTAMOS DE CONSUMO EN MÉXICO: BANCOS DE NICHOS Y PRESTADORES ESPECIALIZADOS

viene de página 8

préstamos en los libros bancarios ha cambiado rápidamente: los préstamos de consumo han aportado, en términos generales, un 30% del total de préstamos para fines del año 2005 (comparado con un 15% en el año 2002). Con un ritmo similar, los prestadores especializados (es decir, SOFOLES) han aumentado de manera consistente su cartera de préstamos con una tasa CAGR del 19% durante el pasado quinquenio. Para fines del año 2005, los préstamos otorgados por estas instituciones financieras alcanzaron un 2,4% del PIB, con un mix de préstamos compuesto por hipotecas (44%), préstamos comerciales (33%) y de consumo (23%).

Bancos de Nicho

Los bancos de nicho en México (un 10% del total de los activos bancarios en año 2005) también han seguido el camino del aumento en el otorgamiento de préstamos minoristas, aunque con un ritmo menos acelerado. La mayor parte de ellos ha partido con una base baja de este tipo de préstamos, ofreciendo una diversificación dentro de sus carteras de crédito que continúa estando dominada por sus respectivas estrategias de nicho. En este momento, sólo el Banco Azteca se destaca como un banco de nicho dedicado completamente a los préstamos de consumo. No obstante, Fitch piensa que existen buenos prospectos para el crecimiento de este segmento ya que se han otorgado nuevas licencias para instituciones financieras creadas como prestadores especializados que quieren obtener la calidad de bancos con el fin de lograr una mejor estructura de financiamiento. Además, las solicitudes pendientes para la obtención de este tipo de licencias se relacionan mayormente con compañías altamente involucradas en actividades minoristas (por ejemplo, tiendas relativamente grandes) y/o entidades financieras con activos homogéneos (por ejemplo, préstamos para automóviles).

Antes del año 2002, los bancos de nicho registraban un alto porcentaje de préstamos comerciales en sus carteras, para deudores tales como empresas pequeñas y medianas

y préstamos dirigidos a intermediarios financieros no bancarios. La primera situación se vio impulsada por el uso de una cantidad limitada de crédito otorgado por los prestadores y un retorno lento de los bancos más grandes para este segmento; mientras que la segunda situación se vio impulsada por el limitado acceso a los mercados de capital y la regulación local que prohíbe a las instituciones no bancarias tomar depósitos como fuente de financiamiento.

Las condiciones estables han fomentado la creación de productos de consumo apropiados. Los productos con tasa de interés fija se han combinado con altos niveles de *loan to value* en el sector de hipotecas. Por el lado de los préstamos de consumo, se ha registrado un fuerte crecimiento en tarjetas de crédito, préstamos descontados por planilla y préstamos automotrices con tasa fija. Aunque el saldo remanente de los préstamos de consumo es relativamente bajo, seis de los siete bancos de nicho que reciben clasificación de Fitch y operan en México han comenzado a ampliar el mix de esta clase de activos. Se han aplicado estrategias diferenciadas con el fin de impulsar los préstamos de consumo. Por ende, las mayores tasas de crecimiento se encuentran en aquellas instituciones que efectuaron alianzas estratégicas con compañías de tarjetas de crédito. El crecimiento orgánico sigue siendo moderado.

El apetito de las instituciones financieras por el riesgo crediticio respecto a los préstamos de consumo se mantendrá sólido. Es común que este tipo de préstamos acumule mayores utilidades de interés en relación a otros productos, aunque se requiere que un alto volumen de transacciones alcance una operación rentable. Los resultados del margen de interés son atractivos para los bancos de nicho debido a su estructura de financiamiento (que es principalmente mayorista). Además, la contribución de los pagos por cobros/administración ayudaría a expandir las utilidades operacionales. Por lo general, los ingresos por comisión dentro

del total de las utilidades se mantienen marginales en los bancos de nicho.

Prestadores Especializados

Los préstamos de consumo otorgados por intermediarios no bancarios han tomado la forma de préstamos automotrices, para la adquisición de bienes duraderos o bien préstamos personales no asegurados. Fitch piensa que la especialización de productos y un ambiente económico estable han ayudado a mantener un patrón de crecimiento consistente en los balances de estos intermediarios. La concentración en los consumidores de bajos ingresos ha abierto un amplio mercado, dentro del que los bancos universales más grandes no son tan activos; por ende, los prestadores especializados representan una competencia razonable para el sector bancario.

Los buenos indicadores de rentabilidad de los prestadores especializados han cumplido con las expectativas de un mercado más amplio para los préstamos de consumo. Por ende, Fitch piensa que es probable que prevalezca un ambiente competitivo. Sin embargo, al igual que con los bancos de nicho, la buena originación y el sólido manejo de la cartera son importantes para mantener una buena calidad crediticia, considerando la relativa falta de diversificación de activos, la que es más típica entre los bancos universales. Las actuales iniciativas para reformas en el sector financiero se centran en las actividades financieras para prestadores especializados y en la reducción de las barreras de entrada. Además, los bancos más grandes están comenzando a participar en algunas compañías (por ejemplo, HSBC en Financiera Independencia) y/o a comprar activos de prestadores especializados (principalmente préstamos automotrices). Las entidades financieras propiedad del gobierno también han aumentado su participación en las finanzas de consumo, siendo el líder en el sector público minorista es el Instituto del Fondo Nacional para el Consumo de los Trabajadores (INFONACOT), una compañía pública con el compromiso social de otorgar crédito a los consumidores de

PRÉSTAMOS DE CONSUMO EN MÉXICO: BANCOS DE NICHOS Y PRESTADORES ESPECIALIZADOS

viene de página 9

bajos ingresos. Una de sus ventajas naturales es que el Instituto opera bajo la modalidad de descuento por planilla, es decir, las compañías descuentan directamente los pagos específicos y se los entregan al INFONACOT. Por lo tanto, la voluntad del consumidor para pagar queda eliminada.

Resumen

En opinión de Fitch, se generará nueva competencia, considerando la cantidad de licencias pendientes para nuevos bancos de nicho y la ampliación de las modalidades de intermediación financiera para los prestadores especializados. Los bancos pequeños seguirán aumentando su participación en los préstamos de consumo, probablemente en la forma de tarjetas de crédito. Fitch también espera que las

instituciones especializadas se transformen en participantes más activos en el sector de préstamos personales no asegurados. Paralelamente, los bancos más grandes han comenzado a entrar de manera indirecta al sector de bajos ingresos. También es probable que las instituciones especializadas enfocadas en préstamos automotrices (la mayoría, subsidiarias de compañías automotrices de Estados Unidos) se mantengan activas, a pesar de la actual situación de sus compañías matrices.

Los préstamos de consumo son atractivos pero no están carentes de riesgos. Las instituciones financieras deben mantener un perfil conservador con el fin de penetrar en este mercado de manera exitosa. Las prácticas de originación, al igual que los procedimientos de vigilancia y cobros, son

importantes. Las modalidades de originación se basan por lo general en puntajes crediticios con criterios preestablecidos (por ejemplo, la capacidad de pago, el historial crediticio y el tiempo que lleve una persona en su trabajo), apoyados por la información que entregan los registros de comportamiento crediticio. La estructura de cobro debe ser efectiva y debe encontrarse basada en modalidades preventivas. Estos factores han demostrado su trascendencia para las instituciones especializadas. Ambas variables son extremadamente importantes, a medida que el mercado se mueve hacia los segmentos de menores ingresos de la población, enfocándose en individuos que trabajan en la economía informal, cuya capacidad de pago es variable y que además, por lo general, son deudores primerizos. ■

SECTOR ENERGÉTICO LATINOAMERICANO: ALTOS COSTOS AUMENTAN RIESGOS DEL SECTOR

Jason Todd

Si bien en años recientes se ha registrado una mejora general en la calidad crediticia de las compañías energéticas de Latinoamérica, los participantes del mercado siguen expuestos a los altos costos de los combustibles y la energía, los que pueden tener un efecto negativo importante sobre estas empresas, dependiendo de la manera en que los países aborden su respectiva situación.

La buena noticia es que los mercados bancarios y de capital, tanto locales como internacionales han permitido que las compañías de este sector refinancien su deuda con plazos más largos y menores tasas, reduciendo el riesgo de liquidez en el corto plazo y mejorando la calidad crediticia general. Como resultado de lo anterior, varias compañías cuentan actualmente con la flexibilidad adecuada para absorber, hasta cierto punto, los costos directos e indirectos asociados con los altos precios de los combustibles. El grado de exposición de las compañías también depende de las regulaciones y las políticas locales.

Los precios del gas natural, el crudo y los productos refinados han seguido la misma tendencia al alza. Los dos gráficos con los precios spot de West Texas Intermediate (WTI) y Henry Hub son esencialmente representativos de los precios de energía en Latinoamérica. Si bien los precios del diesel y el petróleo en el área se basan generalmente en referencias internacionales (y, por ende, siguen la tendencia de los precios WTI), los del gas natural se basan en los precios regionales o bilaterales. Por ejemplo, Brasil y Argentina han estado pagando a Bolivia aproximadamente US\$3,20 por millón de unidad termal británica (MMBtu), incluso si los precios del gas natural Henry Hub, referencia de Estados Unidos, llegó hasta los US\$15/MMBtu en septiembre de 2005, con precios recientes cercanos a los US\$6/MMBtu. Bolivia ya alcanzó un acuerdo con Argentina para aumentar el precio del gas natural a US\$5/MMBtu y se encuentra en discusiones separadas con Brasil, aunque no se ha alcanzado ningún

acuerdo. A raíz de lo anterior, es probable que las alzas de los precios de los combustibles en estos mercados se reflejen en los precios de la electricidad, aunque en menor grado que en otros países.

Las alzas en los costos de los combustibles ya han resultado en una mayor volatilidad de los precios de electricidad en varios mercados; las excepciones son Brasil, con una importante capacidad hidroeléctrica y condiciones hidrológicas actuales favorables, y Argentina, con restricciones de precios impuestas por el gobierno. Sin embargo, Chile, Perú y los países centroamericanos son los mercados más expuestos. Un elemento que aumenta la volatilidad es la creciente demanda y una oferta sin variaciones, o la falta de inversiones necesarias. Chile y Panamá, por ejemplo, son dos países que no han desarrollado gran capacidad de generación en años recientes, por lo que han visto un aumento en la volatilidad de los precios spot.

SECTOR ENERGÉTICO LATINOAMERICANO: ALTOS COSTOS AUMENTAN RIESGOS DEL SECTOR

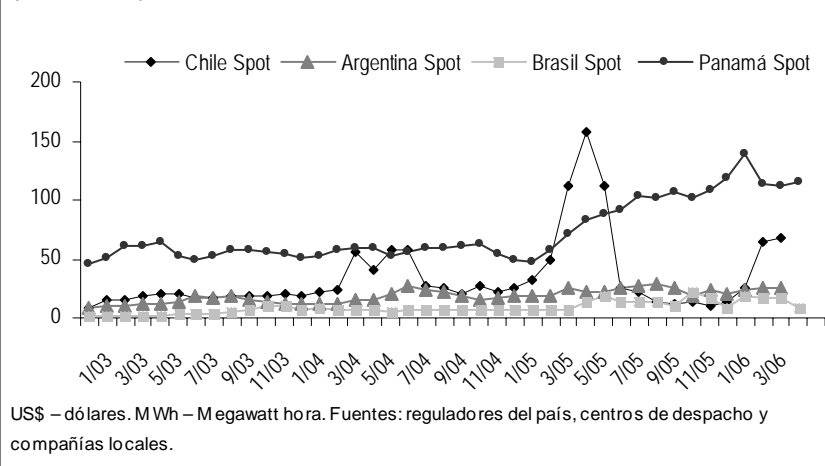
viene de página 10

El efecto que un periodo de costos altos y en alza tendrá sobre las clasificaciones de energía en Latinoamérica sufre la influencia de varios factores, incluyendo la estructura de mercado, el ambiente regulatorio/político, el mix de recursos energéticos del país, el acceso de la compañía a la liquidez y, lo más importante, la efectividad de los mecanismos de transferencia de energía.

Por el lado positivo, desde una perspectiva crediticia, la tendencia al alza ha llevado al aumento de los precios regulados y de contratos, en algunos países más que en otros, esencialmente representando una transferencia de costos de combustible a la cadena de valores. El alza más importante se ha registrado en Chile, un mercado que una vez dependió del gas natural proveniente de Argentina, el que resultaba relativamente barato. Los participantes del mercado veían los precios regulados de electricidad anteriores a junio de 2005 como demasiado bajos para promover una inversión importante en generación, considerando la exposición a las interrupciones en el suministro de combustible y las tarifas reguladas con las compañías de distribución, que se ajustaban cada seis meses. Una nueva ley de electricidad aprobada el año pasado ha permitido aumentar las proyecciones de los precios de los combustibles, además de la posibilidad de contratos a largo plazo a precio fijo con los distribuidores. Con estos mayores precios, Fitch espera que se renueven las inversiones para proyectos energéticos y el desarrollo de una terminal de re-gasificación de gas natural licuado (LNG). Estos proyectos, apoyados por el favorable ambiente regulatorio, debieran reducir la dependencia de Chile de sus vecinos y permitir que el país cumpla con el crecimiento proyectado para la demanda.

En Brasil, las compras de energía de los distribuidores se definen mediante subastas, que pueden alcanzar hasta un valor de referencia regulado determinado. Los precios de las subastas de "energía antigua" han estado por debajo del valor de los contratos iniciales (privatización) y los precios determinados por el gobierno,

**Precios más Altos y Volátiles (Spot)
(US\$/MWh)**

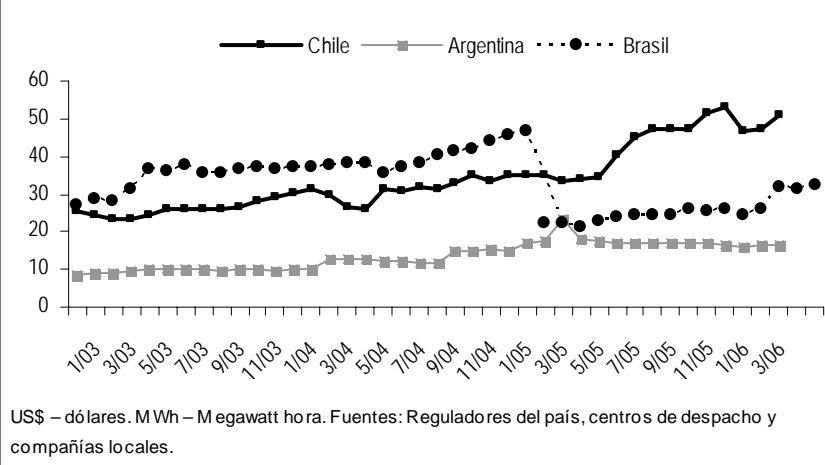


debido al exceso de energía existente en ese momento en el mercado. En la primera subasta de "nueva energía" (es decir, las nuevas plantas energéticas), no se registraron mucho participantes, debido al bajo valor de referencia presentado por el gobierno. La segunda subasta de nueva energía realizada en junio de 2006, atrajo varios participantes importantes del sector, basándose en tarifas para la generación hidroeléctrica y termoeléctrica de BRL125/MWh y BRL140/MWh, respectivamente. Esta tendencia de

mayores precios debiera continuar en las siguientes subastas y podría promover una inversión adicional en el sector.

En años recientes, Perú ha mostrado una importante volatilidad en los precios de energía. Las autoridades peruanas confían en el desarrollo del campo de gas natural de Camisea, que apoyaría el desarrollo de nueva capacidad de generación termoeléctrica. El gobierno ha remarcado la importancia de bajar los precios de los

**Alza Precios Regulados / Contrato
(US\$/MWh)**



SECTOR ENERGÉTICO LATINOAMERICANO: ALTOS COSTOS AUMENTAN RIESGOS DEL SECTOR

viene de página 11

combustibles locales, mediante la promoción de la autosuficiencia para minimizar la exposición a los precios del mercado internacional. Es posible que estas no sean las mejores noticias para los productores primarios, pero los menores precios del combustible debieran ayudar a estabilizar los precios de la electricidad y a reducir el riesgo de negocios de las empresas de electricidad.

Al parecer, en general las regulaciones de apoyo han permitido traspasar la mayor parte de las alzas en los precios de combustibles. Si bien esto es positivo, el alza de los costos para los usuarios finales siempre se transforma en un tema político. En Latinoamérica, la incertidumbre crediticia dice relación con la mayor posibilidad de que, durante el ciclo de elecciones, se produzcan cambios en las regulaciones y/o demoras en los ajustes

tarifarios, con el fin de favorecer a los usuarios finales (es decir, los votantes). Los gobiernos juegan el juego de la política con los precios de la energía y la electricidad y, por lo tanto, cumplen un rol directo en la determinación de la calidad crediticia de una empresa local.

En varios casos, se ha registrado una desaceleración en la expansión de las nuevas empresas de generación, a medida que aumentan los precios de los combustibles y el potencial para las interferencias regulatorias. Un factor clave de las proyecciones crediticias en el sector energético latinoamericano es el nivel de capacidad de generación y los planes para desarrollar nuevos proyectos. Cuando los gobiernos mezclan la política con los precios de energía o de electricidad, los efectos pueden ser duraderos. La negativa de traspasar los verdaderos costos de

energía u otro tipo de interferencia política aumenta el riesgo para los inversionistas y demora las inversiones necesarias. Además, la falta de inversiones podría llevar a una escasez de capacidad, la que a su vez podría llevar a un aumento en la volatilidad y la exposición a los precios de los combustibles y los resultados, además de mayores costos generales del mercado. Con estos efectos, el ciclo continúa. El desafío para los reguladores y los políticos es equilibrar la creciente alza en los costos de la energía con la necesidad de atraer suficiente inversión para asegurar la integridad del sector en el largo plazo. Aquellos gobiernos que mantienen reglas claras y que apoyan al sector, incluyendo mecanismos de traspaso, debieran lograr este objetivo; mientras que aquellos que dejan caer el costo sobre los participantes del mercado pueden enfrentar cortes de electricidad en el futuro. ■

TELEFONÍA MÓVIL EN LATINOAMÉRICA: EL CRECIMIENTO CONTINÚA

Sergio Rodriguez, CFA

La perspectiva para la industria de telefonía móvil latinoamericana sigue siendo estable, mientras que los proveedores de servicios inalámbricos se benefician con la recuperación económica de la región, impulsando el crecimiento de la base de suscriptores. Se espera que las tasas de penetración aumenten más allá de sus niveles ya considerablemente altos, como resultado de un fuerte crecimiento en el grupo de usuarios de servicios prepagados. Si bien la competencia en el sector inalámbrico se mantiene fuerte, la consolidación de la industria ha racionalizado, hasta cierto punto, el mercado. La migración hacia las comunicaciones mediante el Sistema Global para Comunicaciones Móviles (Global System for Mobile Communications- GSM) continúa, y esta tecnología se ha transformado en la más ampliamente utilizada en la región. Se espera que los perfiles crediticios de los principales operadores móviles se mantengan estables en el mediano plazo, con perfiles sostenidos por endeudamientos

bajos o moderados, una generación positiva de flujo de caja y el apoyo de operadores incumbentes de telefonía fija relacionados con operaciones inalámbricas.

Se espera que la penetración de la telefonía inalámbrica aumente más en los años siguientes, con un buen ritmo del crecimiento en el número de suscriptores, aunque más lento que en años pasados. En el año 2005, las tasas de crecimiento de usuarios de servicios móviles en Latinoamérica alcanzaron su mayor nivel en cinco años, con una región que continúa su recuperación desde la baja económica sufrida en el año 2002. Los niveles de penetración para la región han aumentado rápidamente y alcanzaron el rango de 35% al 40% para fines del año pasado; en comparación, las tasas actuales de penetración de telefonía fija se encuentran entre el 18% y el 20%. Este aumento tiene el impulso de las ofertas de planes prepagados, una estructura de ingresos "Calling-party-pays" (CPP), bajos niveles de penetración para línea fija, largos

periodos de espera para obtener las conexiones de línea fija y una buena cobertura de redes de los proveedores de servicios inalámbricos. Durante el año 2005, los suscriptores prepagados sumaron más de un 80% de la base de suscriptores y representaron aproximadamente un 85% de las adiciones netas. Esto ha afectado de manera negativa el ARPU en años anteriores, a medida que la base total de suscriptores crece más con los clientes prepagados, que por lo general entregan un ARPU menor al de los clientes con pagos por servicios ya prestados. Los clientes prepagados usan principalmente los servicios telefónicos para recibir llamadas, en vez de realizarlas. Por lo tanto, la mayor parte del ARPU para este tipo de usuario proviene de los cobros por interconexión recibidos de las llamadas entrantes. Actualmente, los operadores se concentran en los servicios de valor agregado y de transmisión de datos, tanto para los clientes de prepago como para los que pagan servicios ya prestados, con el fin de mejorar el ARPU.

vea Telefonía Móvil en Latinoamérica: el Crecimiento Continúa en página 13

TELEFONÍA MÓVIL EN LATINOAMÉRICA: EL CRECIMIENTO CONTINÚA

viene de página 12

La competencia en la mayoría de los países de la región se mantiene intensa, ya que los actuales competidores tratan de expandir su participación en el mercado y sigue aumentando el nivel de penetración de sus servicios. La competencia ha provocado una reducción de tarifas y también ha contribuido a la reducción del ARPU en la mayor parte de los países latinoamericanos, una tendencia que se espera se mantenga a medida que los suscriptores de servicios prepagados aumentan más rápido que los suscriptores que pagan servicios ya prestados, con más minutos de uso (MOU en inglés). Los mayores costos de publicidad y de adquisición de suscriptores (SAC en inglés) asociados con un aumento en el crecimiento han afectado negativamente la rentabilidad de la mayor parte de las compañías en años anteriores, a medida que se expanden sus bases de suscriptores. Fitch espera que los participantes del mercado sean más racionales con el SAC en el futuro a medida que disminuye el crecimiento de suscripciones, aunque Fitch reconoce que existe el riesgo de que algunos operadores intenten ganar participación de mercado de manera agresiva a medida que disminuye el crecimiento. Si bien no se anticipa la entrada de nuevos participantes, los agentes reguladores podrían comenzar a jugar un rol más activo en las tarifas CPP, lo que podría reducir los subsidios implícitos que brindan los servicios de línea fija a los inalámbricos mediante los cobros de interconexión, lo que afectaría de manera negativa los ingresos de los operadores inalámbricos.

Se espera que la consolidación de la industria se desacelere tras las fusiones y adquisiciones registradas en años anteriores, lo que debiera ayudar a estabilizar el ambiente competitivo. En este periodo de tiempo, varios participantes, incluyendo a Bell South, AT&T Wireless, Cingular y Verizon, salieron del mercado y vendieron sus activos a operadores ya establecidos. Los grandes beneficiados con esta consolidación han sido América Móvil

y Telefónica Móviles, empresas que acumulan actualmente más de dos tercios del total de suscriptores de la región. América Móvil ha ganado presencia en países en los que no tiene operaciones por medio de la compra de participantes locales, tales como Smartcom S.A. en Chile, TIM Perú S.A.C. y Hutchison Telecommunications Paraguay S.A. Recientemente, América Móvil anunció que ha firmado acuerdos para adquirir ciertos activos internacionales de Verizon Communications Inc., los que incluyen operaciones de líneas fijas e inalámbricas, en Puerto Rico y República Dominicana. Además, la compañía planea adquirir, junto con Teléfonos de México, un 28,5% de Compañía Anónima Nacional Teléfonos de Venezuela. En el año 2004, Telefónica Móviles agregó seis nuevos países a sus operaciones existentes al adquirir negocios de Bell South en 10 países diferentes dentro de la región. Fitch piensa que siguen existiendo oportunidades limitadas de consolidación en el mediano plazo, especialmente en Brasil. Para los años siguientes, Fitch espera que América Móvil siga buscando oportunidades de adquisición de compañías o licencias en países latinoamericanos donde no tiene operaciones actualmente, aunque estas oportunidades podrían verse limitadas en el corto plazo, considerando el reciente anuncio de adquisición para tres operaciones de Verizon. Debido al esperado crecimiento en el flujo de caja y el tamaño potencialmente limitado de dichas inversiones, Fitch piensa que América Móvil puede lograr esta meta sin poner en peligro su perfil financiero.

A lo largo de los tres años anteriores, GSM se ha transformado en la tecnología con el mayor crecimiento, adoptada por operadores y suscriptores de la región, transformándola en la tecnología más usada en Latinoamérica. GSM sobrepasó la tecnología de TDMA, que está desapareciendo debido a su falta de actualización para ser usada en servicios de mayor valor agregado. La tecnología

CDMA opera para aproximadamente un 25% de los suscriptores y se expande a un ritmo más lento que la GSM. Pocos operadores han comenzado a ofrecer aplicaciones 3G, y su disseminación es actualmente muy limitada. Los operadores con presencia regional han seguido diversos caminos en términos de tecnología para aplicaciones 3G: mientras que América Móvil ha actualizado la mayor parte de sus redes a GSM, Telefónica Móviles tiene una mezcla de CDMA y GSM en los países en que ofrece sus servicios, aunque con el reciente anuncio de Vivo en Brasil de sobreponer una red GSM sobre su actual red CDMA, parece que ser el inicio de inclinarse hacia a GSM.

Los participantes regionales y los operadores inalámbricos locales debieran mantener perfiles crediticios estables en el mediano plazo, a medida que los negocios y los riesgos competitivos alcanzan un equilibrio con los sólidos perfiles financieros. El perfil financiero de los principales operadores inalámbricos se sustenta por un endeudamiento bajo o moderado y una fuerte generación de flujo de caja libre de algunas de sus unidades comerciales o negocios relacionados, tales como las operaciones mexicanas de América Móvil, las operaciones españolas de Telefónica Móviles o las operaciones de telefonía fija de operadores incumbentes que también ofrecen servicios inalámbricos. Los competidores con perfiles financieros más débiles o bajas participaciones de mercado enfrentarán una situación más difícil a la hora de enfrentar el aumento de la competencia y el crecimiento que los operadores regionales o similares. Los operadores débiles pueden intentar fusionarse con otros operadores o es posible que salgan a la venta, a medida que surjan las dificultades para enfrentar el ambiente competitivo y deban encontrar el financiamiento necesario para seguir invirtiendo en su expansión mientras continúa el crecimiento en el número de suscriptores en la región. ■

URUGUAY: ALTA DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

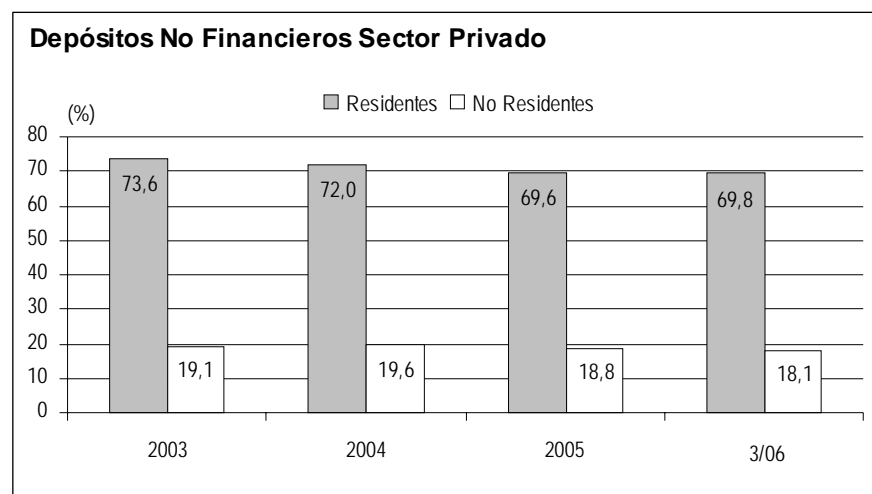
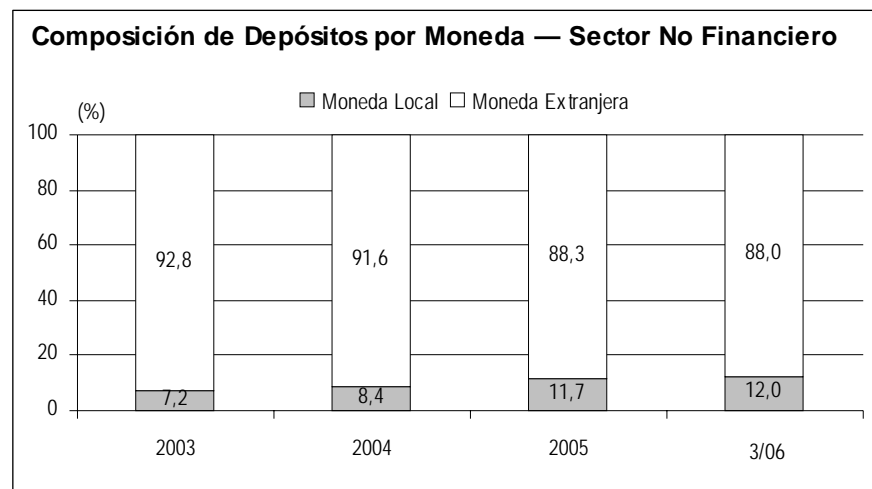
Maria Fernanda López

A lo largo de su historia, el sistema financiero uruguayo ha presentado un alto nivel de dolarización, situación para la que no se esperan cambios en el corto a mediano plazo. Aunque se ha registrado una leve baja en la cantidad de depósitos denominados en dólares, se considera que la dolarización es una característica intrínseca del sistema bancario del país. Las autoridades monetarias han intentado abordar esta situación con nuevas regulaciones que tiendan a disminuir el riesgo asociado a la volatilidad de la tasa cambiaria.

A marzo de 2006, el 88% de los depósitos del sector privado no financiero estaba denominado en moneda extranjera (comparado con un 91% a marzo de 2005); un 18% de los depósitos en moneda extranjera ha sido realizado por no residentes (versus un 19% en marzo de 2005). Los activos en moneda extranjera representaron un 79% del total de activos (comparados con un 85% a marzo de 2005), formado por un 52% de préstamos del sector financiero, 25% créditos del sector privado, 9,7% por instrumentos y un 7,4% de efectivo. A pesar del alza en la remonetización comparada con el año anterior, Fitch considera que la dolarización sigue presentando niveles altos.

Durante el 2005, la apreciación del peso uruguayo y la menor inflación contribuyeron al alza en los depósitos denominados en pesos. No obstante, las bajas tasas de interés registradas para los depósitos a plazo generaron una preferencia por inversiones más líquidas. A pesar de esto, durante el año 2006, las tasas de interés para los depósitos denominados en dólares comenzaron a registrar una tendencia positiva, siguiendo la línea de las tasas de interés internacionales, lo que pudiera beneficiar la transferencia de los depósitos a la vista a depósitos a plazo.

La alta cantidad de fondos a corto plazo, denominados en moneda extranjera, de los cuáles sólo una parte pertenece a no



residentes, ha forzado a los bancos a buscar opciones de inversión que generen un match razonable. Actualmente, casi el 69% de los activos en moneda extranjera son inversiones líquidas (efectivo, valores y préstamos a corto plazo para el sector financiero). Mientras que sólo un 25% de estos préstamos están dirigidos al sector no financiero (24% para el sector privado de residentes y sólo un 1% para no residentes), la mayor parte de ellos son generadores de moneda dura. Un escenario de stress con una alta volatilidad en la tasa de cambio encontraría a los bancos mejor preparados que hace tres años, cuando la crisis golpeó al sector financiero uruguayo

inmediatamente después de que el país abandonara un régimen de tasa de cambio cuasi-fija. En ese momento, la devaluación tuvo un efecto fuertemente adverso para los deudores denominados en dólares con ingresos denominados en pesos.

Aunque la cantidad de instituciones financieras en el sistema bancario de Uruguay se redujo considerablemente desde las 47 entidades registradas en diciembre de 2001 a sólo 30 en marzo de 2006, su estructura no evidenció cambios significativos. Los bancos públicos tienen un 55% del total de activos, los bancos

URUGUAY: ALTA DOLARIZACIÓN DEL SISTEMA FINANCIERO

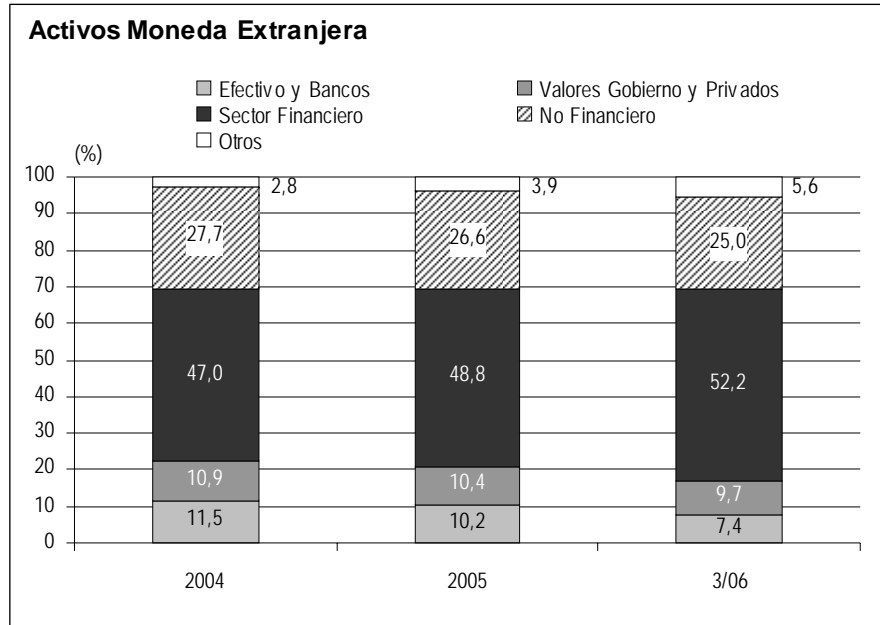
viene de página 14

privados son principalmente subsidiarias de los bancos extranjeros, y un 46% de los activos de los bancos privados se encuentran concentrados en las sucursales de los bancos extranjeros.

La estructura de capital del sistema financiero se encuentra reflejada en la distribución que presentan sus activos líquidos: un 43% de los activos de los bancos privados son inversiones en el sector financiero y un 60% de estas inversiones son cross-fronterizas, colocadas generalmente con instituciones con buenas clasificaciones. Por el contrario, un 99% de los préstamos de los bancos públicos en el sector financiero son locales, aunque en rasgos generales un 90% se encuentra denominado en moneda extranjera.

Aunque Fitch piensa que los vencimientos tanto de activos y como de pasivos aumentarán gradualmente, la moneda en que se encuentren denominados dependerá de la dirección de la política monetaria. El banco central de Uruguay ha implementado cambios en las regulaciones con la intención de reducir los riesgos que surjan de los descalces entre la moneda y los plazos.

Las nuevas pautas para la clasificación de préstamos y provisiones fueron presentadas en abril del 2006. Estas incluyen una mayor rigidez para el análisis de los descalces de moneda de deudor, la introducción de los escenarios de stress en el análisis, categorías de clasificación adicionales y la reducción del plazo en que los préstamos se pueden mantener como no productivos en el balance. Además, para julio del año 2006



se implementarán nuevos requisitos para el capital regulatorio para “riesgo de mercado”. Esto incluye los requisitos de capital para las tasas de interés y los descalces de moneda generados por la cartera de inversiones. Aunque no se espera que estos cambios tengan un efecto importante en los requerimientos totales, debido al hecho que los requisitos para activos ponderados a riesgo se reducirán desde un 10% a un 8%, el objetivo es generar conciencia respecto al manejo de capital en relación al nivel de riesgo.

Con esta reducción, Uruguay presenta uno de los niveles de requisitos básicos de capital más bajos de la región, una

situación que probablemente no sea compatible con el pequeño tamaño del mercado del país y los recientes problemas que ha enfrentado.

Fitch considera que incluso si el nivel de dolarización del sistema financiero de Uruguay muestra señales de disminución, seguirá manteniéndose alto. Sin embargo, la introducción de nuevas regulaciones y las importantes lecciones aprendidas tras la crisis, contribuirán a lograr un manejo de riesgo monetario más adecuado. El camino por recorrer sigue siendo largo y, a pesar de los avances logrados hasta la fecha, la economía se mantiene vulnerable a los impactos externos.■

INDUSTRIA FORESTAL DE CHILE: AMPLIAS VENTAJAS COMPETITIVAS

Alfredo Ugarte

La industria forestal es una de las más importantes de Chile, siendo el segundo mayor generador de moneda extranjera después de la minería. A lo largo de la historia, esta industria ha contribuido con un 10% de las exportaciones, y su aporte al

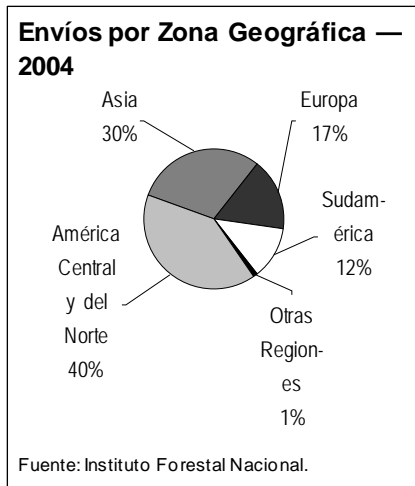
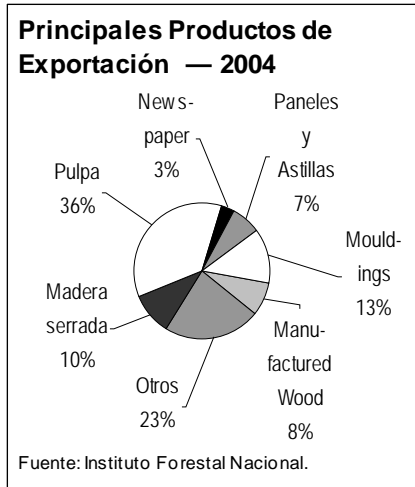
PIB ha sido de aproximadamente un 3%. El sector se caracteriza principalmente por las exportaciones, para las que destina cerca de un 60% de su producción. La disponibilidad de tierras explotables, los periodos de maduración más cortos que

presenta el pino radiata y el eucalipto en relación a los productores del Hemisferio Norte, la adecuada infraestructura, los subsidios estatales para las plantaciones, una política comercial orientada al comercio exterior y la estabilidad de la

vea *Industria Forestal de Chile: Amplias Ventajas Competitivas* en página 16

INDUSTRIA FORESTAL DE CHILE: AMPLIAS VENTAJAS COMPETITIVAS

viene de página 15



economía han sido factores clave para el desarrollo del sector en Chile, mismos que se combinan para ubicar a las compañías forestales chilenas entre las más competitivas del mundo y han resultado en clasificaciones crediticias *investment-grade* para los líderes del sector: Empresas CMPC S.A. (CMPC), Celulosa Arauco S.A. (Arauco) y Masisa S.A.

La pulpa es el componente más importante de las exportaciones, ya que conforma aproximadamente el 40% de todos los productos forestales y de papel exportados desde Chile en el último quinquenio. En años recientes, los productos madereros de mayor valor agregado, tales como las molduras, la madera procesada y los

muebles (productos secundarios), han aumentado su importancia en el mix de exportaciones en desmedro de los productos de menor calidad, tales como la madera serrada, los rollizos, los paneles y las astillas. En consecuencia, en el año 2004, las exportaciones realizadas por el grupo antes mencionado alcanzaron el 23% de toda la exportación de pulpa, papel y productos forestales, mientras que los productos de menor valor agregado contribuyeron con sólo el 21% de las exportaciones.

La demanda por los productos chilenos varía de acuerdo al país. Mientras que los Estados Unidos y México son los principales consumidores de madera serrada, paneles y molduras, Japón, China y Europa impulsan la demanda por la pulpa y las astillas. Estados Unidos siguen siendo el principal destino para las exportaciones chilenas, recibiendo un 35% de los envíos del sector para el año 2004 y un 27% para los primeros nueve meses del año 2005.

Factores de Riesgo del Sector

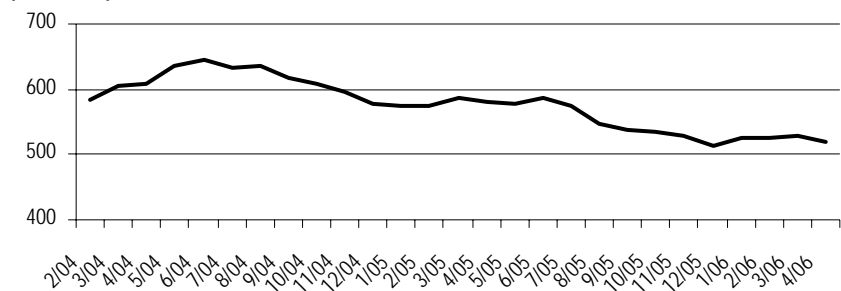
- Disponibilidad y precio de la madera. Mientras mayor sea el porcentaje de producción propia de madera para la compañía, menor es la susceptibilidad de sus resultados a las fluctuaciones de precios.
- Incendios, plagas de insectos y heladas. Los esfuerzos de las compañías del sector han minimizado

considerablemente la probabilidad de que cualquiera de estos eventos destruya los bosques, pero estos riesgos siempre acechan y las consecuencias son importantes.

- Costos de transporte. Para la mayoría de los productos forestales, este es un costo importante. Por lo tanto, las fuertes alzas pueden afectar de manera negativa la competitividad internacional para las compañías chilenas, considerando lo distante que se encuentran de los mercados de exportación clave.
- Requerimientos ambientales internacionales. Los principales mercados finales de las exportaciones forestales han incorporado requisitos obligatorios para el manejo de estos productos, creando certificaciones que establecen normas para su apropiado manejo de acuerdo a dichos requisitos. Algunas de estas certificaciones, reconocidas en todo el mundo, son: Forest Stewardship Council (FSC), Pan European Forest Council (PEFC) y las normas 14.000 de la International Standards Organization (ISO). El Certificado Forestal Chile (CerforChile) es el equivalente nacional de certificación para la FSC y la PEFC. Actualmente, un 91,3% de las plantaciones forestales se encuentran certificadas.

Tasa de Cambio

(CLP/US\$)



CLP – Peso chileno. US\$ – dólares. Fuente: Banco Central de Chile.

INDUSTRIA FORESTAL DE CHILE: AMPLIAS VENTAJAS COMPETITIVAS

viene de página 16

- El número de regulaciones ambientales locales sigue aumentando, y los grupos ambientalistas se han vuelto más activos, logrando una presencia más fuerte, con lo que se politizado la industria.
- Precios volátiles. Los productos forestales, con las actividades que fomentan su demanda asociadas a sectores tales como la construcción y la actividad económica general, se caracterizan por su volatilidad y naturaleza cíclica, la que afecta los resultados de las compañías que son parte del sector. La volatilidad de los principales productos del sector

fluctuaron entre el periodo 2000–2004 entre el 10% y el 20%, siendo la pulpa el producto con los precios más volátiles del sector.

- Tasa de cambio. Siendo un sector orientado a las exportaciones, las fluctuaciones en el tipo de cambio afectaron los márgenes y la solvencia de manera negativa para las compañías del sector. Las compañías con costos y deuda denominados principalmente en moneda local son más vulnerables a estas variaciones.

el dólar afectó los márgenes del sector. Esta baja, producto del alto precio de los rollizos, se tradujo en declives en el margen EBITDA entre cuatro y diez puntos porcentuales para Masisa, CMPC y Arauco. Si los precios del cobre se mantienen en niveles superiores a los US\$3 por libra y se realizan cambios no estructurales que afecten el mercado cambiario, la probabilidad de que la tasa de cambio baje más allá de los CLP540/US\$1 es remota. Si este fuera el caso, los márgenes para las compañías del sector, especialmente para las compañías pequeñas y medianas, volverán a verse afectados negativamente.

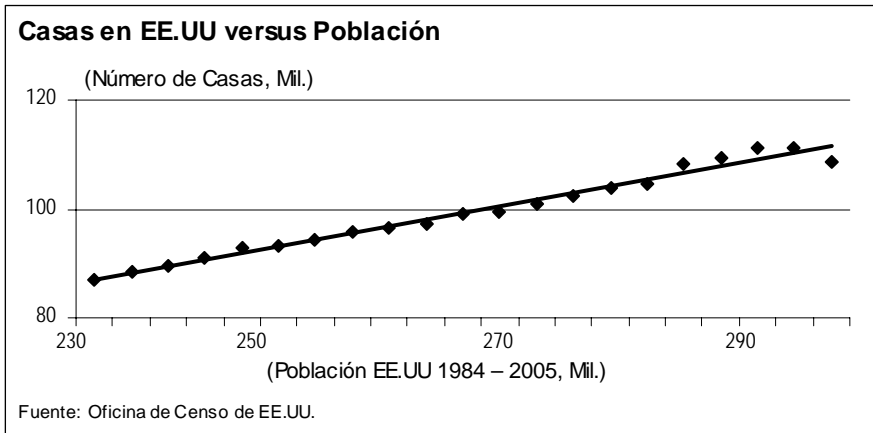
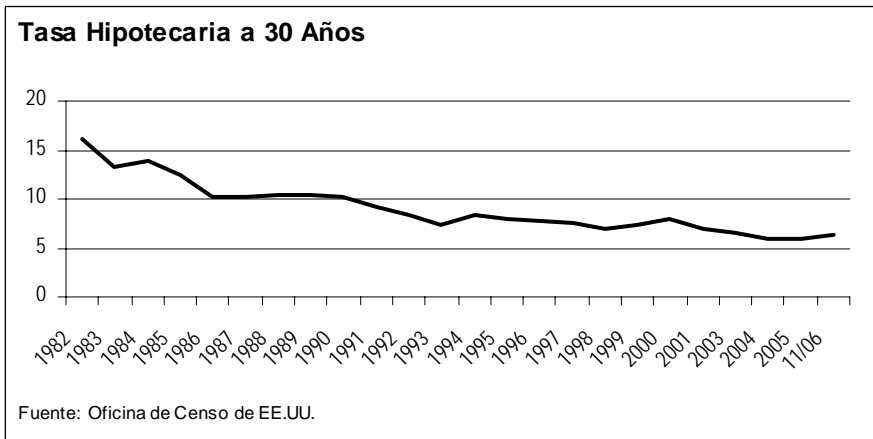
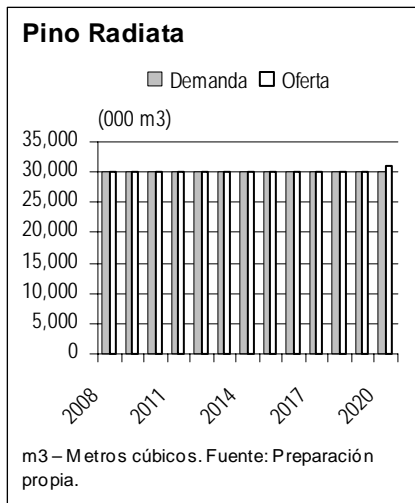
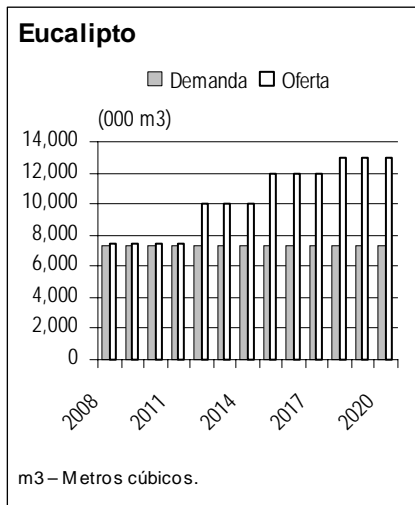
Proyecciones para el Sector

El Precio Bajo del Dólar Volverá a Afectar a las Compañías

En el año 2005, una baja del 8% en la tasa de cambio promedio entre el peso chileno y

Efectos de la Escasez de Madera

Las inversiones en nueva capacidad instalada para la producción de paneles y



INDUSTRIA FORESTAL DE CHILE: AMPLIAS VENTAJAS COMPETITIVAS

viene de página 17

Tasa de Desempleo de EE.UU
(%, Años terminados al 31 de diciembre)

Años terminados en diciembre					
<u>2001</u>	<u>2002</u>	<u>2003</u>	<u>2004</u>	<u>2005</u>	<u>6/05</u>
5.7	6.0	5.7	5.4	4.9	4.7

Fuente: Oficina de Estadísticas Laborales de EE.UU.

pulpa podrían aumentar la demanda por el pino radiata y el eucalipto a niveles cercanos a los 4 millones de metros cúbicos por año y dos millones de metros cúbicos por año, respectivamente, para el año 2008. Estos aumentos en la demanda, especialmente los de pino radiata, debieran traducirse en altos precios para los siguientes años. Este factor, combinado con la ya alta tasa de utilización de las plantaciones forestales en Chile, podría llevar a un cambio en las inversiones realizadas por las compañías chilenas en países de la región con potencial de crecimiento forestal, tales como Brasil, Uruguay y Argentina.

Demanda del Mercado de Construcción

Fitch estima que las constructoras edificarán aproximadamente 2 millones de nuevas casas durante el año 2006 en

Estados Unidos. Este cálculo se basa en las tasas de interés relativamente bajas, un crecimiento estimado de la economía aproximado de un 3%, la sólida tasa de creación de empleos y las condiciones demográficas favorables. Uno de los indicadores más utilizados para proyectar el comportamiento del mercado de la construcción es la cantidad de permisos aprobados para edificar nuevas viviendas en los pasados doce meses. Para noviembre de 2005, este indicador alcanzó las 2,1 millones de unidades, un alza cercana al 15% comparado con el 2004. El alza en la tasa de interés podría afectar negativamente el crecimiento del mercado de viviendas en el segundo semestre del año 2006. No obstante, la cantidad total de casas construidas sigue siendo sólida cuando se compara con los niveles históricos, debido a una economía general favorable, que además presenta un descenso en la tasa de desempleo. Estos factores benefician a los

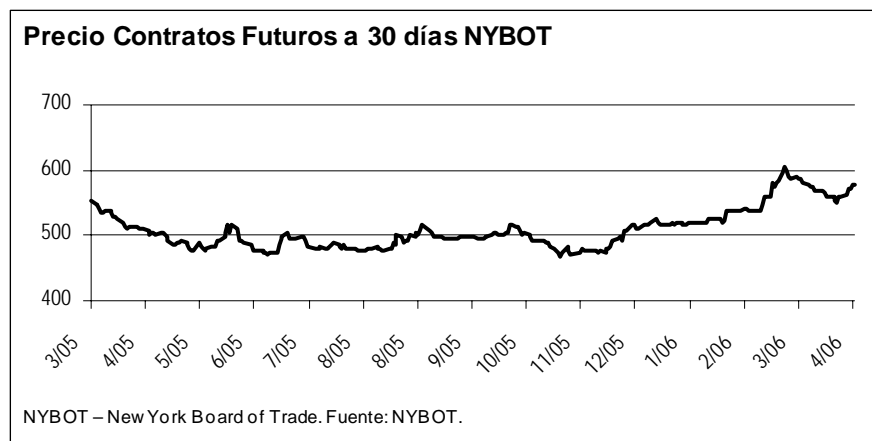
exportadores chilenos de madera, molduras y paneles.

Tendencias del Precio de la Pulpa

Considerando la fuerte relación que existe entre el crecimiento económico y el consumo de pulpa, las proyecciones económicas globales favorables debieran ayudar a reforzar la demanda por la pulpa, contrarrestando el efecto del comienzo de las operaciones de las nuevas plantas de pulpa en Chile y el resto del mundo. De acuerdo a las proyecciones realizadas por el Banco Mundial para el año 2006, las zonas del Asia-Pacífico y Europa Oeste, principales destinos de los envíos de pulpa, debieran experimentar un crecimiento económico cercano al 7,6% y el 2,5%, respectivamente. Ambas cifras se encuentran sobre el promedio de crecimiento estimado para el periodo 2001-2006 de 6,4% y 1,6%, respectivamente.

Proyecciones para las Exportaciones Forestales

Para el año 2006, Fitch estima que las exportaciones de productos forestales alcanzarán entre US\$3,8 mil millones y US\$3,9 mil millones. Este cálculo se apoya en el supuesto que los precios de los principales productos de exportación se mantendrán similares a los del año 2005 y que los volúmenes de exportación aumentarán levemente debido a las nuevas inversiones que comenzarán a operar este año. Desde el año 2008, una vez que las inversiones anunciadas por Arauco, Masisa, CMPC y Louisiana Pacific se encuentren completamente operacionales, las exportaciones deberían alcanzar entre US\$4,0 mil millones y US\$5,0 mil millones anuales, fluctuando de acuerdo al ciclo de precios de los productos del sector. Es necesario utilizar los excedentes madereros en nuevas inversiones, para que en el futuro, el sector supere los US\$5,0 mil millones en exportaciones. ■



FONDOS DE INVERSIONES EN BIENES RAÍCES DE COSTA RICA: RIESGOS Y OPORTUNIDADES

Allan Lewis and Pagsi Jiménez

Los fondos de inversión inmobiliarios de Costa Rica son vehículos especializados con un portafolio de propiedades que producen ingresos por alquiler. Estos fondos de inversión se establecen como entidades independientes y cerradas, pertenecientes a varios inversionistas cuyos derechos de propiedad están representados por certificados de participación, transados públicamente en el mercado de capitales local. Estos fondos son administrados por administradoras de activos autorizadas, llamadas *sociedades administradoras de fondos de inversión* (SAFI).

Presentes en el mercado de capitales de Costa Rica desde 1999, estos vehículos de inversión se han transformado en portafolios de bienes raíces más diversificados, pasando de una cartera con un valor de US\$19,4 millones en Zonas Francas de Exportación a finales de 1999, a 11 portafolios con un valor total de US\$450 millones y un área rentable neta de 558.190 metros cuadrados (m²) a mayo de 2006. Las carteras están compuestas de edificios de oficinas, propiedades comerciales e industriales, bodegas y restaurantes.

Los fondos de inversión inmobiliarios costarricenses han demostrado ser un

exitoso producto de inversión en Costa Rica, algunos fondos también se encuentran listados en la Bolsa de Valores de Panamá debido al interés de los inversores de esta plaza por este instrumento.

Producto de las exigencias de regulación y del interés de los inversionistas de contar con una opinión independiente sobre el riesgo de los fondos inmobiliarios, Fitch desarrolló un sistema *scoring* para evaluar los riesgos de las inversiones en el patrimonio de los fondos inmobiliarios. El análisis se centra en la habilidad del fondo para generar flujos de efectivo con sus activos inmobiliarios, además de la potencial volatilidad en los retornos durante un ciclo de negocios adverso. Los principales riesgos de los fondos inmobiliarios se relacionan con la calidad, ubicación, versatilidad y diversificación de las propiedades; la calidad y la distribución de inquilinos y las características de los contratos de arrendamiento (es decir, los términos, el colateral y las condiciones). También se consideran otros aspectos, tales como la sensibilidad al ciclo de negocios, la dependencia de las economías regionales, los aspectos legales y la administración de la propiedad. Las

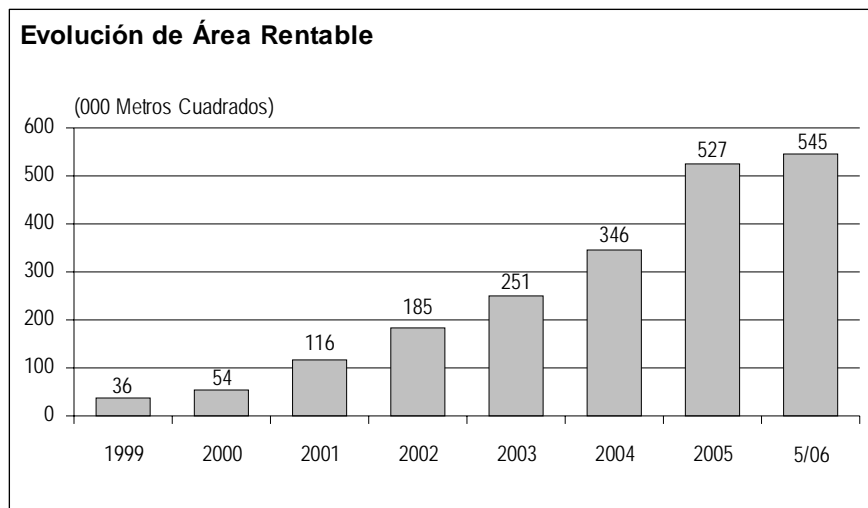
oportunidades para reducir los riesgos del sector llegarán a medida que se desarrolle el mercado local de bienes raíces y se amplía el conocimiento del mercado financiero de este tipo de inversiones. Además, la profundización del marco regulatorio será un elemento importante en la reducción de los riesgos sectoriales.

Actualmente, Fitch otorga otorga calificaciones nacionales en Costa Rica y Panamá a cuatro fondos inmobiliarios costarricenses: Fondo de Inversión Inmobiliario Gibraltar, Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA, Fondo de Inversión Inmobiliario VISTA Siglo XXI y Fondo de Inversión Inmobiliaria de Renta y Plusvalía

Calidad de Activos y Generación de Flujo de Caja

Casi la totalidad de las inversiones inmobiliarias (96,3%) se ubican en las principales cuatro ciudades de Costa Rica y sus áreas circundantes, que en su conjunto se denominan Gran Área Metropolitana (GAM). La GAM es el área más densamente poblada, y comprende la mayor parte de la actividad económica del país. En general, las propiedades ubicadas en este sector se consideran adecuadas en términos de accesibilidad, proximidad a servicios y actividad económica, en relación a la vocación de cada propiedad. De igual modo, los edificios poseen buenas calidades de construcción que incluyen las características necesarias según la vocación de cada inmueble.

En general, los segmentos de oficinas y edificios comerciales son altamente competitivos por las bajas barreras de protección ante cancelaciones anticipadas de los contratos de arrendamiento, así como la dependencia relativamente baja de los inquilinos respecto a las propiedades y la sensibilidad al ciclo económico. Estos elementos exponen a los fondos a una cierta volatilidad en los niveles de ocupación (que se ha mantenido sobre el



FONDOS DE INVERSIONES EN BIENES RAÍCES DE COSTA RICA: RIESGOS Y OPORTUNIDADES

viene de página 19

90%). Sin embargo, los efectos adversos de esta volatilidad se han visto mitigados por un nivel de demanda del mercado alto.

El segmento de bodegas ha mostrado altos niveles de ocupación debido a los atributos de ubicación y construcción de las propiedades, aunque algunas bodegas tienen patios de maniobras para carga limitada, lo que en un futuro podría afectar de manera negativa los niveles de ocupación de los edificios.

Los niveles de ocupación de las zonas francas están altamente relacionadas con la habilidad del país para atraer inversiones extranjeras directas; por lo tanto, la aprobación del Tratado de Libre Comercio entre América Central y Estados Unidos (CAFTA) por parte de la Asamblea Legislativa de Costa Rica podría impulsar la demanda por este tipo de propiedades. En consecuencia, la no aprobación del CAFTA podría afectar negativamente las nuevas inversiones. Además, el régimen que incentivos de zonas francas podría terminarse para el año 2009, lo que a su vez podría afectar de manera negativa las inversiones del sector.

Oportunidades

La capacidad total de los fondos para adquirir propiedades sigue siendo alta, como lo refleja una relación capital emitido a capital autorizado cercana al 55%.

Además, el uso del endeudamiento (con un límite regulatorio máximo del 60% de los activos totales de los fondos) aumenta la probabilidad de diversificación y crecimiento, pero esta oportunidad debe manejarse con cuidado.

Si bien el existente mercado de fondos inmobiliarios es relativamente nuevo, ha comenzado a impulsar un mayor desarrollo del sector de bienes raíces, a medida que la revelación de los precios de las transacciones de fondos y de las estructuras de valoración de bienes inmuebles han llevado a una mejor formación de precios de mercado de las propiedades; sin embargo, Fitch piensa que este proceso está aún en gestación. Por otro lado, el interés de los inversionistas extranjeros por adquirir propiedades en Costa Rica ha llevado a una mayor competencia para los fondos inmobiliarios locales. Es este sentido, el desafío para las administradoras de activos de bienes raíces es atraer inversionistas extranjeros y aumentar la participación de los inversionistas institucionales locales.

Diversificación

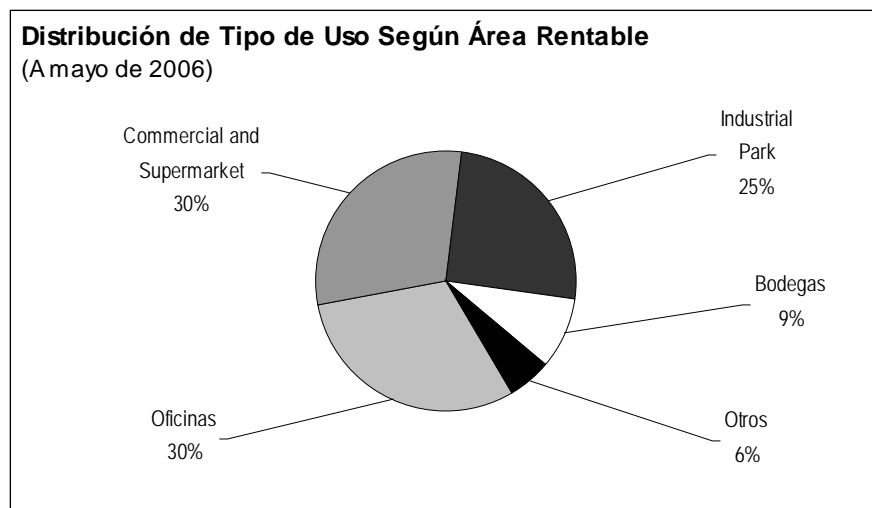
El tamaño y las características socioeconómicas de Costa Rica han llevado a una concentración geográfica natural de las adquisiciones en ciertas áreas dentro de la GAM, exponiendo a los fondos a riesgos asociados con los cambios en las

condiciones de las zonas. No obstante, el reciente desarrollo de la actividad económica fuera de la GAM representa una oportunidad para que los fondos diversifiquen más sus carteras. Ejemplos de lo anterior son las áreas costeras, donde la mayor actividad turística y la demanda por infraestructura aparecen como oportunidades de inversión.

Además, recientemente los fondos inmobiliarios de Costa Rica recibieron autorización para adquirir propiedades ubicadas en otros países centroamericanos, lo que representa una oportunidad para diversificar las carteras de los fondos. Sin embargo, este podría ser un proceso lento, realizable a medida que las administradoras de activos profundicen sus conocimientos de los sectores de inmobiliarios de los países vecinos. Asimismo, es probable que los fondos existentes no experimenten los beneficios de esta diversificación geográfica, ya que las administradoras de portafolios podrían optar por establecer nuevos fondos inmobiliarios costarricenses que se enfoquen en invertir en inmuebles ubicados en otros países.

Regulación

Desde mayo del año 2006, las nuevas regulaciones de fondo inmobiliarios de Costa Rica han creado oportunidades de inversión adicionales. Además de la antes mencionada alternativa de inversión en activos inmobiliarios extranjeros, ahora los fondos pueden endeudarse hasta por hasta un 60% del total de activos (desde un límite anterior del 35%) y además las administradoras pueden auspiciar fondos de desarrollo inmobiliario (es decir, fondos que inviertan en proyectos de bienes raíces antes o durante las primeras fases de construcción). Básicamente, estas reformas pueden llevar a cambios en los portafolios y las estructuras de capital de los fondos. Hasta hace poco, los fondos inmobiliarios permanecieron cautos respecto al uso endeudamiento, mostrando un índice promedio de deuda a activos totales cercano al 7,5%. No obstante, Fitch considera que el apalancamiento se usará principalmente para fondos de desarrollo.



FONDOS DE INVERSIONES EN BIENES RAÍCES DE COSTA RICA: RIESGOS Y OPORTUNIDADES

viene de página 20

Valoración

El bajo desarrollo del mercado inmobiliario local ha provocado que la información del valor de las propiedades no sea tan clara ni estandarizada. Sin embargo, el lanzamiento de los fondos inmobiliarios al mercado de capital ha traído la oportunidad de implementar sistemas de valoración más

estandarizados, que han comenzado a reducir las diferencias en la valoración y, por lo tanto, también en la formación de precios del sector.

Fitch reconoce que el uso de valoraciones financieras independientes con expertos nacionales e internacionales, con un

historial comprobado dentro del área, son esenciales para alcanzar una consistencia de metodología cuando se valoran propiedades y una formación adecuada de precios, que es un factor fundamental en el análisis del riesgo de los portafolios. ■

SECTOR ENERGÉTICO DOMINICANO ENFRENTA IMPORTANTES DESAFÍOS

Hilario Ramirez

El sector energético de República Dominicana enfrenta varios desafíos que afectan su integridad, la condición financiera de sus participantes y la disponibilidad de suficiente electricidad para los consumidores del país. El objetivo del gobierno dominicano es mejorar la macroeconomía, las políticas monetarias y fiscales, además de reforzar áreas clave de la economía, incluyendo el sector eléctrico. No obstante, el logro de los objetivos tomará más tiempo del que se anticipara, por lo que el apoyo financiero del gobierno es de suma importancia.

A principios del año 2005, el gobierno dominicano firmó un acuerdo de derecho de giro con el Fondo Monetario Internacional (FMI) para revertir las deterioradas condiciones del sector eléctrico, que sufre pérdidas de distribución cada vez mayores, además de presentar bajas tasas de recaudación, un alto costo de generación, y un nivel de generación insuficiente, a lo que se suma la dependencia de las importantes contribuciones gubernamentales para cubrir el creciente déficit del sector. Con el fin de fortalecer la integridad del sistema eléctrico, el gobierno dominicano, junto con el Banco Mundial, el FMI y la Agencia Estadounidense para el Desarrollo Internacional (USAID), diseñaron una reforma para el sector con el fin de entregarle sustentabilidad financiera, enfocándose en la reducción del déficit en el corto plazo. Los objetivos clave del plan incluyen una reducción en las pérdidas de energía hasta aproximadamente un 30% (desde un rango superior al 40%), un aumento en la tasa de recaudación hasta el

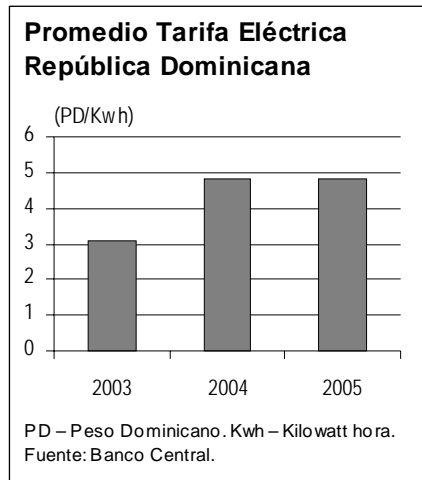
90%, un ajuste de tarifas con el fin de aumentar los ingresos de las distribuidoras en aproximadamente un 30% en términos de dólares, permitir mayores ajustes a las tarifas para que reflejen los cambios en las tasas de cambio y los precios de los combustibles, además del compromiso por parte del gobierno para pagar su cuenta eléctrica a tiempo (aproximadamente un 15% del consumo total) y la reducción del costo promedio de generación.

A pesar de las acciones positivas tomadas durante el año 2005 y el esfuerzo realizado por el gobierno para pagar su propia cuenta eléctrica, el desempeño del sector sigue estando por debajo de los objetivos del FMI. Las tasas de recaudación sólo aumentaron hasta el 86%, y las pérdidas de energía bajaron sólo en tres puntos porcentuales hasta un 36%. En el lado positivo, la generación aumentó hasta los 9.900 GWh (versus los 8.700 GWh del año 2004), lo que contribuyó de alguna manera a la reducción de los cortes. La continua alza en los precios del petróleo, que aumentaron un 12% durante el año pasado, resultó en una mayor presión para el mercado, ya que las tarifas se mantuvieron relativamente estables en moneda local (aproximadamente 17 centavos/Kwh). Esta combinación llevó al aumento en el subsidio requerido del gobierno dominicano, alcanzando los \$515 millones.

El gobierno estima que el subsidio para el sector eléctrico durante el 2006 sobrepasará al del año anterior debido a los altos precios del petróleo, las tasas de recovery más bajas de lo esperado y un alto nivel de pérdidas de

electricidad. Durante los primeros cuatro meses del año 2006, el subsidio del gobierno para el sector alcanzó los \$207 millones.

El gobierno parece entender tanto los desafíos que enfrenta como las consecuencias que traería el no logro de estos objetivos. Este año, se firmó un nuevo Acuerdo General del Sector Eléctrico con el fin de permitir que las generadoras y las distribuidoras desvíen una parte considerable de sus cuentas sin pagar, lo que ha ayudado a limpiar los balances de estas entidades. La deuda total de las distribuidoras para las generadoras sigue manteniéndose alta (aproximadamente \$265 millones) y será un punto difícil de abordar sin aumentar las tarifas y/o contar con regulaciones que brinden un mayor apoyo para la actividad de recaudación de los usuarios finales. Por el lado de los costos, el gobierno ha informado



SECTOR ENERGÉTICO DOMINICANO ENFRENTA IMPORTANTES DESAFÍOS

viene de página 21

su intención de renegociar el contrato de generación y promover el desarrollo de plantas energéticas más eficientes que usen combustible menos costoso, tal como el carbón.

Fitch se siente cuidadosamente optimista y piensa que el sector se puede arreglar. Un

compromiso por parte del gobierno para con los objetivos que ya se han identificado, la voluntad de permitir un mayor traspaso de los verdaderos costos de energía y una mayor cooperación entre los participantes del mercado puede permitir que el déficit se reduzca y que el sector funcione sin ayuda. El resultado sería un

mercado financieramente más sólido que permita una mayor estabilidad, confiabilidad y, finalmente, un menor precio de la electricidad para República Dominicana.■

FITCH ASIGNA CLASIFICACIONES DEFAULT DEL EMISOR Y CLASIFICACIONES DE RECOVERY A EMPRESAS LATINOAMERICANAS

Joseph Bormann, CFA

Fitch presentó las Clasificaciones *Default* del Emisor (Issuer *Default* Ratings - IDRs) y las Clasificaciones de *Recovery* (RRs) el segundo semestre del año 2005, con el fin de aumentar el valor de la información que entregan sus clasificaciones a los inversionistas de todo el mundo. Dentro del nuevo marco de trabajo, las clasificaciones de emisiones de deuda para empresas reflejan tanto la probabilidad de *default*, derivada de la IDR de la compañía, como el nivel de deuda resultante en caso de *default*.

El 24 de abril de 2006, Fitch anunció las IDRs y las RRs para aproximadamente 100 empresas Latinoamericanas. La introducción de estas clasificaciones, junto con las acciones de clasificación realizadas para un selecto grupo de compañías de Argentina y Brasil en la misma fecha, resultó en cambios de clasificación que afectaron US\$16,1 mil millones de deuda.

Clasificaciones *Default* del Emisor

La IDR refleja la habilidad de un emisor para cumplir todas sus obligaciones financieras de manera oportuna, además de servir como referencia para la probabilidad de *default*. Para la mayor parte de las empresas de Latinoamérica, Fitch asignó tanto una IDR en moneda local (IDR ML) como una IDR en moneda extranjera (IDR ME). La primera clasificación se relaciona con la probabilidad de *default* de las obligaciones de deuda denominadas en moneda local de una compañía. Esta

clasificación captura el riesgo de *default* idiosincrático de una compañía, el que se encuentra muy relacionado con su estructura de capital y su posición de negocios. La segunda, en tanto, indica la probabilidad de *default* de una empresa para la deuda emitida en una moneda dura. La IDR ME refleja el mayor de dos riesgos: un *default* idiosincrático por parte del emisor o el *default* de las obligaciones en moneda extranjera, debido a controles monetarios impuestos por el soberano. Cuando la IDR ME de un emisor se encuentra por debajo de su IDR ML, la capacidad de la compañía para repagar tanto a sus acreedores extranjeros como locales se encuentra restringida por el riesgo de que las autoridades locales impongan controles de capital y cambio que podrían evitar u obstaculizar la habilidad de la compañía para convertir moneda local en moneda extranjera o para transferir moneda extranjera ubicada en el extranjero a sus acreedores. Este riesgo se mide con la clasificación del techo soberano del país en que se encuentra domiciliada la compañía.

Clasificaciones de *Recovery*

Fitch usa una escala de clasificaciones ordinal para diferenciar las distintas proyecciones de *recovery* en caso de producirse *default*. La escala va desde 'RR1' (las proyecciones de *recovery* se estiman por sobre el 90%) hasta 'RR6' (se esperan niveles de *recovery* inferiores al 10%). Para aquellas compañías con una IDR de B+ o inferior, los analistas crediticios de Fitch llevan a cabo un análisis de *recovery*

personalizado, que consiste en determinar el valor empresa (VE) y la masa de acreedores, para luego distribuir dicho VE entre los acreedores, basándose en su prioridad para recibir *recovery*; esto con el fin de determinar los niveles de *recovery* anticipado. Después de completar este proceso, se asignan RRs explícitas a todas las emisiones de deuda de la compañía. Fitch no asigna RRs públicas a la deuda de las compañías que tienen una IDR de BB- o superior. En este nivel, las estructuras de capital de las compañías se mantienen bastante flexibles, lo que significa que la asignación de un VE a un instrumento de deuda particular, en un intento de determinar proyecciones de *recovery*, sería bastante arbitraria. En segundo lugar, la mayoría de las empresas que se encuentran en este nivel tienen muy pocas posibilidades de caer en *default*. Al observar los instrumentos de deuda de las empresas con IDR de BB- o más, Fitch revisará las proyecciones históricas de *recovery* para un instrumento determinado, basándose en factores tales como la subordinación o el nivel y el tipo de colateralización. Una revisión de los datos de mercado interno y externo existentes sugiere que el *recovery* promedio esperado para la deuda senior no asegurada es consistente con la categoría de *recovery* 'RR4' de Fitch, que implica un rango de entre un 30% y un 50%.

Emisiones de Deuda

Las clasificaciones de Fitch de emisiones de deuda específica combinan actualmente tanto la probabilidad de *default* como las

FITCH ASIGNA CLASIFICACIONES DEFAULT DEL EMISOR Y CLASIFICACIONES DE RECOVERY A EMPRESAS LATINOAMERICANAS

viene de página 22

proyecciones de *recovery*, determinados por la IDR y la RR, de una manera muy sistemática y transparente. El punto de partida para una clasificación de emisión es la IDR ME, la que sirve como ancla para las clasificaciones de emisión, con alzas o bajas de *notches* de la IDR, basándose en el nivel de *recovery* esperado. Para las compañías con IDR *investment-grade*, los instrumentos de deuda pueden recibir aumentos o rebajas de hasta dos *notches* en relación a su IDR, basándose en las proyecciones históricas de *recovery* para un instrumento de deuda determinado. Por el contrario, la deuda de las compañías con un IDR que no sea *investment-grade* puede recibir aumentos o rebajas de hasta tres *notches*, basándose en la RR que se calculó mediante un análisis de *recovery* personalizado. Como ya se mencionara, estas emisiones de deuda también recibirán una RR explícita.

Emisiones de Deuda de
Compañías con IDR ML Mayores
a sus IDR ME

Los techos soberanos de Brasil (BB) y Argentina (B) han limitado la IDR ME de

varias compañías de primera clase que se desempeñan en estos mercados, con múltiples *notches* por debajo de la IDR ML relacionada. Considerando la incorporación del *recovery* en la definición de las clasificaciones de emisión de Fitch, no es obligación que las clasificaciones de emisión de deuda de las compañías de estos mercados se vean limitadas IDR ME, la que sólo es una medida que la probabilidad de *default*. En consecuencia, el 24 de abril la deuda de 11 empresas recibió un alza que supera la IDR ME relacionada.

Al determinar las clasificaciones de emisión para las compañías que se encuentran en esta situación, Fitch utilizó un enfoque de varios pasos para realizar un análisis de *recovery*. El primer paso involucra la asignación de proyecciones de *recovery* para los dos principales tipos de *default*: 1) aquellos *defaults* que son sólo sistémicos y para los cuáles la compañía no se somete al proceso de quiebra local, y 2) los *defaults* que no se deben al riesgo idiosincrático, con los cuáles la compañía si debe someterse al proceso de quiebra local. De acuerdo al primero escenario, Fitch espera *recoveries* cercanos al 80%, como se

refleja en un estudio post-mortem realizado a las mejores compañías argentinas. Consistente con los datos acumulados que se usan para las empresas de Estados Unidos y Europa, los *defaults* que resultan de posiciones de negocios y perfiles financieros únicos, llevarán a un *recovery* promedio cercano al 40%. El segundo paso del proceso involucra la asignación de una probabilidad para los dos tipos de *default* para cada compañía. Esta cifra se puede derivar de la IDR ML y la IDR ME que se han asignado tras analizar las tasas de *default* histórica de 10 años de Fitch. Una vez que se han completado estos dos pasos, se puede calcular un *recovery* promedio ponderado para una compañía con una IDR ME limitada. En general, este proceso ha llevado a Fitch a asignar clasificaciones de emisión con un *notch* por encima de la IDR ME de la empresa cuando la IDR ML de ésta tiene dos o tres *notches* más que su IDR ME. Para las empresas con una IDR ML con cuatro o más *notches* por sobre la IDR ME, la emisión de deuda puede recibir una clasificación de dos *notches* por sobre la IDR ME. ■

FITCH ALZA CLASIFICACIÓN DE REPÚBLICA DOMINICANA A 'B'

Theresa Paiz Fredel

Recientemente, Fitch alzó la Clasificación Default del Emisor a largo plazo en moneda extranjera de República Dominicana, así como el techo soberano y las clasificaciones de varias obligaciones de deuda del país. Las cargas de deuda pública y externa comparativamente bajas que mantiene la nación y su perfil de servicio de deuda manejable, así como la consolidación de la recuperación económica, apoyaron estas acciones de clasificación. No obstante, en este momento, una posición de liquidez que se mantiene frágil limita las clasificaciones a sus actuales niveles.

La recuperación económica de República Dominicana se consolidó el año pasado, en

parte como reflejo de las oportunas acciones implementadas por la administración Fernández con el fin de alcanzar un ajuste fiscal sustancial y la resultante mejora en el nivel de confianza local y extranjero. El crecimiento económico abarcó varias áreas y alcanzó un vigoroso 9,3% en el año 2005, una de las tasas de crecimiento más sólidas en Latinoamérica y el Caribe, mientras que la inflación sigue en descenso. El favorable desempeño de la balanza de pagos, apoyado por los envíos de dinero desde el extranjero y los ingresos provenientes del turismo, así como la reducción de las salidas de capital por servicio de deuda como resultado de las reestructuraciones efectuadas, han llevado a una recuperación

sostenida de las reservas extranjeras y una mejora en la posición de liquidez del país. Para este año se han programado amortizaciones virtualmente sólo con acreedores oficiales, las que parecen estar cubiertas por el importante compromiso de desembolsos multilaterales y bilaterales, así como por depósitos de tesorería.

Los índices de deuda externa y pública del país se comparan de manera favorable con otros soberanos de grado especulativo, que regresan a los niveles registrados antes de la crisis tras el aumento de la deuda en el año 2003, relacionado con el rescate de varios bancos locales y la debilidad de la moneda. El Banco Central de la República

vea Fitch Alza Clasificación de República Dominicana a 'B' en página 24

FITCH ALZA CLASIFICACIÓN DE REPÚBLICA DOMINICANA A 'B'

viene de página 23

Dominicana ha absorbido la mayor parte del aumento de la deuda desde el año 2002, debido a la emisión local de valores destinados a compensar la crisis bancaria y el aumento en los préstamos otorgados por el Fondo Monetario Internacional (FMI) dirigidos a apoyar la balanza de pagos. Como proporción de los Pagos Externos Corrientes (CXR), se proyecta que la deuda externa neta de República Dominicana alcance el 33,9% en el 2006, un poco por debajo de los niveles previos a la crisis y muy por debajo de la media de un 49,9% para los soberanos clasificados en la categoría "B". De los 16 países que clasifica Fitch en esta categoría, sólo aquellos que reciben el beneficio de la iniciativa de alivio de deuda para los Países Pobres Altamente Endeudados (Benin y Ghana), tienen acceso limitado a los mercados financieros externos (Surinam) o un amplio mercado local para la deuda soberana emitida internacionalmente (Líbano) tienen mejores índices que República Dominicana.

Las fluctuaciones en los índices de deuda pública han sido más obvias, ya que estos índices se registran en términos de moneda local y la mayor parte de la deuda de República Dominicana se registra en moneda extranjera. Después de alcanzar su nivel más alto, un 46,9% en el año 2003, Fitch espera que la deuda gubernamental central consolidada alcance un 26,7% proyectado del PIB para fines del año 2006, similar a los niveles previos a la crisis y considerablemente menos que la media del 47,1% del PIB para los soberanos con clasificaciones similares. Considerando que el Banco Central experimentó la mayor parte de su aumento de deuda en relación a la crisis, la deuda consolidada del sector público es muy superior y se proyecta que alcance el 40,9% del PIB en el año 2006, tras alcanzar su mayor nivel (59,8%) en el año 2003, que sigue siendo relativamente bajo en comparación a soberanos con clasificaciones similares. La continua estabilidad de la moneda y la fuerte recuperación económica, combinadas con los menores requisitos de financiamiento gubernamental y los bajos desembolsos

multilaterales netos, contribuirá con la mejora de los índices de deuda este año.

A pesar de los índices de deuda comparativamente favorables, el perfil crediticio de República Dominicana siempre ha estado limitado por la baja liquidez, una situación que se puede ver exagerada por la pérdida de confianza y la subsiguiente fuga de capital. Aunque la posición de liquidez de República Dominicana se mantiene sólida en relación a sus pares, los resultados del canje y el Paris Club, además de las reestructuraciones de los bancos comerciales, combinado con una recuperación de los flujos de capital privado, implican una mejora sustancial. El crecimiento de la reserva internacional y la reducción de las amortizaciones aumentaron el índice de liquidez del país hasta el 159% para principios del año 2006, desde un 102% registrado en el año 2004. Mientras que este índice ha excedido el 100% los dos años anteriores, sigue estando sustancialmente por debajo de la media de la categoría "B" del 190%. Además, al ajustar el índice de liquidez para excluir los activos extranjeros de los bancos y los depósitos bancarios de residentes en moneda extranjera, el índice baja sustancialmente hasta el 48%, lo que destaca las vulnerabilidades asociadas con una dolarización, que si bien se encuentra bajando, sigue siendo alta. Aunque el sentimiento local ha mejorado, la posición de liquidez externa del soberano se mantiene algo susceptible a los cambios repentinos de la confianza. Sin embargo, una posición fiscal más fuerte, el reciente resultado electoral y una recuperación de los flujos de capital privado debieran seguir aumentando la confianza este año. No

obstante, seguirá siendo importante para las autoridades que continúen cumpliendo con el programa del FMI como una indicación de su compromiso para reforzar el marco institucional del país y para prevenir que el tipo de crisis ocurrida en el año 2003 vuelva a ocurrir.

Aunque el gobierno se mantiene en línea con sus objetivos cuantitativos según su acuerdo de compromiso contingente con el FMI, otros problemas, en especial aquellos relacionados con las reformas fiscales, bancarias y del sector eléctrico, han contribuido en las demoras con los desembolsos. Como fuera el caso con la previa administración Fernández, el gobierno ha enfrentado importantes obstáculos en el Congreso, según queda ilustrado con la aprobación del presupuesto 2006, las reformas tributarias adicionales para compensar la esperada pérdida de ingresos como resultado de la implementación del Tratado de Libre Comercio para República Dominicana (TLC) y la eliminación de otros impuestos, además de la legislación para reforzar las instituciones financieras. En este sentido, el fuerte desempeño del Bloque Progresista de la coalición presidencial (liderado por el partido del partido del presidente, Partido de la Liberación Dominicana [PLD]) beneficiará los prospectos de gobernabilidad mejorada durante la segunda mitad de la administración Fernández. La victoria del PLD también debiera ayudar a que el gobierno implemente el marco legislativo para entrar al TLC, proceso que ha enfrentado importantes demoras en el país. Si bien las encuestas previas a la elección pronosticaron que el gobernante PLD y sus

**Resultados de Elección para Representantes al Congreso
(Número de Asientos)**

	2006		2002	
	Senado	Cámara de Diputados	Senado	Cámara de Diputados
PLD y Partidos Aliados*	22	96	1	41
PRD y Partidos Aliados**	10	82	31	109

*Bloque Progresista. **Gran Alianza Nacional. PLD – Partido de la Liberación Dominicana. PRD – Partido Revolucionario Dominicano. Fuente: Junta Central Electoral.

FITCH ALZA CLASIFICACIÓN DE REPÚBLICA DOMINICANA A 'B'

viene de página 24

partidos de la coalición aumentarían su representación de manera importante, no se anticipaba que el partido obtendría una mayoría absoluta (ver tabla). Como resultado, Fitch piensa que la agenda de reforma económica e institucional del gobierno, que busca mejorar el marco institucional con el fin de evitar el tipo de

crisis ocurrida en el año 2003, tiene actualmente mayores posibilidades de progresar.

En el futuro, las alzas de clasificación podrían estar apoyadas por un mayor reforzamiento de la liquidez y/o una profundización de las reformas

estructurales. Además de los criterios de desempeño estructural requeridos por el programa del FMI, la implementación del TLC también podría impulsar los esfuerzos gubernamentales para mejorar el marco institucional del país, con el fin de evitar la ocurrencia del tipo de crisis registrada el año 2003. ■

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 New York, NY 10004 1-800-75FITCH +1-212-908-0800	Eldon House 2 Eldon Street London EC2M 7UA UK +44-20-7417-4321	3902 Tower Two, Lippo Centre 89 Queensway Hong Kong +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 © 2006 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 USD1,000 to USD750,000 (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 USD10,000 to USD1,500,000 (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.