

# INFORMATIVO TRIMESTRAL LATINOAMERICANO

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

## PERSPECTIVAS DE LA CLASIFICACIÓN SOBERANA DE MÉXICO

Shelly Shetty, New York

Recientemente, Fitch confirmó las clasificaciones de *investment grade* de México, así como el *Outlook* Estable para estas clasificaciones. Desde el 2002, las clasificaciones de México no han podido mejorar debido a las constantes debilidades estructurales que han mostrado sus finanzas públicas, la lenta competitividad y sus débiles indicadores sociales. Producto del menor crecimiento

en las exportaciones y en el PIB durante el período 2001-03, sus índices financieros no han mejorado sustancialmente, lo que a su vez ha frenado el fortalecimiento de su calidad crediticia. Una reforma tributaria que mejore la base de ingresos del país es crucial para mejorar la flexibilidad de las finanzas públicas y para aumentar los gastos en infraestructura y educación, factores necesarios para aumentar el que

*vea Perspectivas de la Clasificación en la página 2*

## CLASIFICACIONES DE FONDOS DE INVERSIÓN EN MÉXICO EN UN ENTORNO VOLATIL

Javier Rios, Monterrey, Mexico

La clasificación de un fondo de inversión está compuesta por dos elementos: el relativo a la calidad crediticia de los activos que conforman el portafolio de inversiones y la evaluación del riesgo de mercado que enfrenta dicha cartera. Esta última se refiere al impacto sobre los rendimientos de fondos de inversión, derivado de cambios que ocurran en indicadores de mercado (tasas de interés, tipo de cambio, liquidez, entre otros). Aunque generalmente la clasificación de calidad

crediticia es la que recibe un mayor énfasis, debe tomarse en cuenta que los movimientos en las variables de mercado pueden tener un impacto más recurrente (y algunas veces más significativo) en el desempeño de los rendimientos de los fondos.

Dada la volatilidad registrada durante el 2004 en las tasas de interés y considerando la nueva escala de clasificaciones para fondos de inversión (escala de Riesgo Mercado (RM)), Fitch ha realizado un análisis que permite apreciar la congruencia entre la clasificación RM otorgada a los fondos y la variabilidad de sus rendimientos. Esta comparación se ha facilitado gracias a la ampliación en la distribución de clasificaciones de Riesgo Mercado (con 7 niveles; anteriormente, sólo tenía 4). Cabe destacar que Fitch

*vea Clasificaciones de Fondos en la página 3*

### SITIOS DE INTERES

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

### TABLA DE CONTENIDOS

[Perspectivas de la Clasificación  
Soberana de México .....1](#)

[Clasificaciones de Fondos de  
Inversión en México En Un  
Entorno Volátil .....1](#)

[Sector Energético Mexicano.....5](#)

[Sector Energético Argentino:  
Creciente Interferencia  
Gubernamental .....8](#)

[El Mercado Mayorista de  
Energía Salvadoreño:  
Avanzando con las Reformas...9](#)

[Emisiones de Finanzas  
Estructuradas en América  
Latina en el 2004.....12](#)

[El Sistema Bancario  
Brasilero Tras la Intervención  
de Banco Santos..... 13](#)

[Bancos Venezolanos:  
Acontecimientos Recientes  
y Perspectivas..... 15](#)

[Desempeño de la Banca  
Chilena Durante 2004,  
Perspectivas de Corto Plazo...17](#)

[Marque su Agenda.....18](#)

Enero 2005 • Volumen 1 • Tomo 1

*Envíe sus comentarios, sugerencias o ideas a:*

Sheila Robinson, Senior Director  
sheila.robinson@fitchratings.com

PERSPECTIVAS DE LA CLASIFICACIÓN

*viene de página 1*

potencial de crecimiento de México. Además, existen otras reformas estructurales, tales como las de los sectores de electricidad y trabajo, que podrían considerarse positivas. Las recientes alzas que Fitch ha otorgado a algunos países se han hecho efectivas tras considerar las grandes mejoras que se han registrado en sus índices financieros, como en el caso de Rusia y Kazajastán, o de grandes cambios estructurales de la economía, tales como los acontecidos en India y Brasil. En el caso de Malasia, una transición política exitosa y el término del proceso de reestructuración bancaria – ambas instancias consideradas como mejoras estructurales – propiciaron el camino para un alza en la clasificación. Ninguno de estos escenarios aplica a México, lo que se ha traducido en que sus clasificaciones hayan permanecido sin cambios.

Las clasificaciones *investment grade* de México se fundamentan en un sólido marco regulador, en la resistencia a la desaceleración producida en los Estados Unidos durante el período 2001-03, en una reducción en su deuda externa y en una mejora en su posición de liquidez internacional. Las prudentes políticas monetarias aplicadas por México para combatir la inflación y su eficiente manejo de pasivos han fomentado la estabilidad macroeconómica. Con la reactivación de los Estados Unidos, la economía mexicana se recuperó vigorosamente, con un crecimiento que se espera alcance el 4% en el 2004 y que se pronostica de moderado a un 3,5% en el 2005. El crecimiento abarca una amplia base, ya que ha registrado recuperaciones en las exportaciones e inversiones, además de mostrar una continua solidez en el consumo privado, debido a la flexibilización de las limitaciones financieras. Sin embargo, la recuperación dependerá en gran medida del crecimiento de los Estados Unidos y se mantendrá vulnerable a las alzas de las tasas de interés internas.

Las finanzas públicas de México siguen beneficiándose con los altos precios del petróleo, los que han permitido que tanto

los estados como PEMEX, la compañía petrolera propiedad del gobierno, realicen mayores gastos. Se pronostica una baja en el déficit del sector público no financiero de hasta el 0,4% del PIB en el 2004, también se espera que llegue al 0,2% del PIB en el 2005. Sin embargo, se estima que el mayor déficit fiscal, que incluye los flujos relacionados con rescates bancarios y los proyectos Pidiregas (proyectos de infraestructura de impacto diferido en el gasto), alcanzará el 3,2% del PIB en el 2004. Por otra parte, el Banco Central pudo reducir la inflación desde la crisis de 1994-95, lo que ha permitido que las tasas de interés alcancen niveles bajos históricos. No obstante, en el 2004 los mayores precios internacionales de los commodities han puesto una presión al alza sobre la inflación, la que alcanzó un 5,4% en noviembre y que por lo tanto excedió el objetivo del Banco Central de un 3% +/- un punto porcentual para este año. El Banco Central ha ajustado su política monetaria varias veces en el año, con el fin de mantener las expectativas inflacionarias bajo control.

El gobierno ha estado luchando por cambiar los componentes de la deuda pública con el fin de favorecer la deuda local por medio de su política de manejo de pasivos. Las autoridades mexicanas han fortalecido el mercado de deuda local, lo que es clave para reducir su dependencia de los mercados de capital extranjeros, especialmente cuando éstos son altamente volátiles. Los esfuerzos hechos por las autoridades se han visto recompensados con la expansión de la curva de rendimiento, aumentando de manera consistente el promedio de vencimientos, con una mayor proporción de deuda emitida con tasas de interés fija. Aún así, la proporción de deuda emitida a largo plazo sigue siendo pequeña y la deuda con tasa flotante continúa siendo significativa.

Las fortalezas externas de México incluyen una posición estable de su balanza de pagos. Durante los primeros 10 meses del 2004, las exportaciones aumentaron en un 15% incentivadas por los

mayores precios del petróleo, el alza de un 13% en las exportaciones de bienes manufacturados (variación anual), mientras las remesas de los trabajadores continuaron en franco aumento. Es probable que las exportaciones se desaceleren en el 2005 debido al menor crecimiento registrado en EE.UU. y a una baja en los precios del petróleo. También es muy probable que la deuda externa caiga producto del fortalecimiento de las exportaciones, si bien la baja será mucho menor al declive registrado a fines de los años 90. El sector público (excluyendo a Pidiregas) y el sector privado se encuentran repagando su deuda externa, gracias a las mejores opciones de financiamiento locales existentes. Se pronostica que la deuda externa neta y la deuda externa neta del sector público como parte de los actuales pagos externos alcanzarán el 45% y el 24%, respectivamente, en el 2004; esta última cifra se encuentra por sobre la media de las clasificaciones BBB que es del 9%.

Las clasificaciones de México se ven restringidas por las debilidades estructurales de sus finanzas públicas, tales como su alta dependencia de los ingresos por venta del crudo, así como una baja recaudación impositiva, del 11% respecto al PIB. La estrecha base tributaria de México también resulta en un alto índice gubernamental de deuda a ingresos que se encuentra muy por encima de la media de la categoría BBB. Fitch considera como algo desfavorable el hecho de que las autoridades mexicanas no hayan usado la oportunidad presentada por los altos precios del petróleo para transferir mayores recursos al Fondo de Estabilización del Petróleo (FEP) o para ejecutar un superávit fiscal, como los que se han visto en otros países que exportan petróleo, tales como Rusia y Kazajastán. Al mediano plazo, las finanzas públicas se verán sometidas a presiones debido a los menores precios del petróleo, los menores ingresos extraordinarios (por ejemplo, los provenientes de privatizaciones), los mayores gastos financieros para los proyectos de Pidiregas y los mayores

*vea Perspectivas de la Clasificación en página 3*

PERSPECTIVAS DE LA CLASIFICACIÓN

viene de página 2

costos de las pensiones del sector público. En el actual ambiente político, parece poco probable que se efectúen reformas tributarias relacionadas con ingresos. El gobierno también espera presentar una reforma al sistema de pensiones del sector público ante el Congreso. La aprobación de esta reforma ayudaría a aliviar la presión en el mediano plazo sobre las finanzas públicas, aunque en el corto plazo deberá incurrirse en costos de transición más altos.

México enfrenta una mayor competencia internacional con la entrada de China a la Organización Mundial del Comercio (OMC) y el prospecto de un Acuerdo de Libre Comercio entre los Estados Unidos y Centroamérica. De este modo, México necesita implementar reformas microeconómicas para fomentar la competitividad de las exportaciones y para aumentar el potencial de crecimiento del PIB. La necesidad de abordar el tema del estancamiento en la competitividad se ve subrayada por la baja en las exportaciones mexicanas a Estados Unidos en el 2003,

una tendencia que continuó en el 2004. Al mismo tiempo, China ha reemplazado a México como el segundo mayor exportador hacia los Estados Unidos. Son necesarias las reformas estructurales en las áreas de energía, trabajo y tributación para aumentar la competitividad. También son necesarias mayores inversiones en infraestructura y capital humano para que México diversifique su base de exportaciones para productos con mayor valor agregado.

Finalmente, es posible que aumente la incertidumbre política durante el período 2005-06, debido a las elecciones presidenciales y de representantes en el congreso, en julio del 2006. El actual alcalde de la Ciudad de México, Manuel López Obrador, del partido de izquierda PRD, es actualmente el candidato presidencial más popular, aunque los candidatos de los otros dos partidos aún no se han determinado. El ambiente político hará difícil que la administración de Fox impulse reformas económicas después del trimestre marzo-mayo del 2005. La batalla

interna por el presupuesto del 2005 entre la administración de Fox y un congreso dominado por el PRI, refleja el deteriorado ambiente político en el que se hará más difícil aprobar reformas. El escenario base de Fitch supone que las elecciones presidenciales se efectuarán sin problemas y, que el Banco Central y el Ministerio de Finanzas tomarán las medidas necesarias para reducir la posible volatilidad y para mantener la estabilidad macroeconómica. La agencia piensa que la tasa de cambio flexible de México y el mayor nivel de reservas en moneda extranjera, así como la adecuada estrategia de prefinanciamiento del gobierno, junto a un mercado de deuda local más desarrollado, actuarán como importantes protectores contra el potencial impacto político. Sin embargo, un impacto político que lleve a salidas de capital significativas, causando un importante ajuste de la tasa de cambio, así como la pérdida de liquidez internacional y combinado con los malos manejos de las autoridades, podrían resultar en presiones sobre la calidad crediticia de México. ■

CLASIFICACIONES DE FONDOS

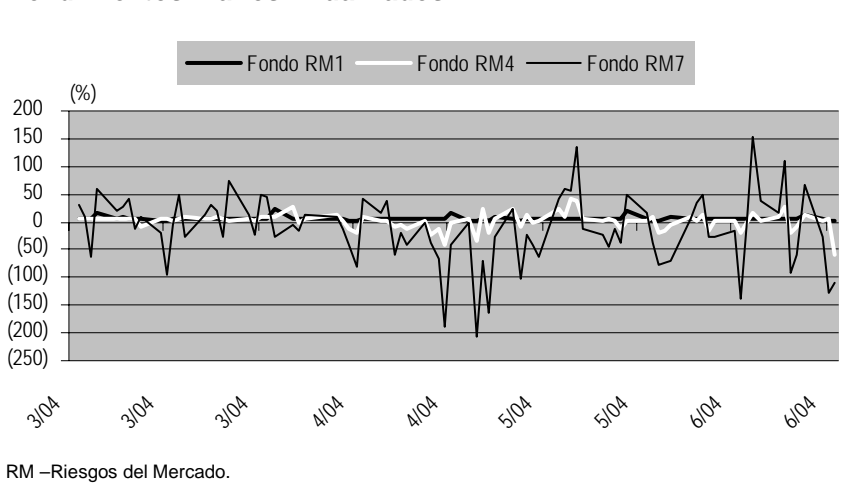
viene de página 1

clasifica más de 200 fondos de renta fija en México.

El período de volatilidad experimentado durante el segundo trimestre del 2004 (abril-junio), fue provocado principalmente por expectativas de alzas en las tasas de interés en Estados Unidos. En términos generales este trimestre fue un período adverso para la rentabilidad de los fondos de inversión en México, que por ley deben valorar sus activos a precio de mercado diariamente. Sin embargo, dicho lapso de alta volatilidad nos permitió poner a prueba la efectividad de la nueva escala ante un panorama adverso.

El comportamiento de los rendimientos diarios anualizados, del 1 de marzo al 30

Rendimientos Diarios Anualizados



vea Clasificaciones de Fondos en página 4

**CLASIFICACIONES DE FONDOS**

viene de página 3

de junio, se presenta en la siguiente gráfica. Para simplificar la comparación, la gráfica presenta un fondo con muy bajo Riesgo Mercado (RM= 1), otro fondo dentro de nivel intermedio (RM= 4) y finalmente un fondo con el mayor nivel de Riesgo Mercado (RM= 7). Para cada nivel de clasificación, se seleccionó aquel fondo con la mayor volatilidad (desviación estándar) dentro de dicha categoría.

Se observa como en el caso del fondo con mejor clasificación o RM 1, que éste nunca presentó días con rendimiento negativo y su comportamiento fue muy estable. En el caso del fondo con clasificación intermedia, RM 4, éste experimentó una gran volatilidad durante la última semana de abril y la primera quincena de mayo (dentro de este período se llegó a presentar un incremento del 24% en la tasa CETES a 28 días en tan sólo 10 días hábiles). Por último, se puede visualizar la gran inestabilidad que presenta en su rendimiento el fondo con la clasificación más baja RM 7, durante todo el trimestre.

Dadas estas circunstancias, se evaluaron algunos índices que permitieran observar las diferencias en la consistencia de las ganancias obtenidas por los fondos clasificados por Fitch, dentro de cada uno de los 7 niveles de Riesgo Mercado. Además, se analizaron criterios como el promedio de días con rendimiento negativo y el rendimiento anualizado promedio por cada nivel de Riesgo Mercado en los fondos clasificados por Fitch, que luego fueron comparados con los fondos evaluados por otras agencias clasificadoras.

En el primer nivel de la escala (RM Extremadamente Bajo, 1), los 16 fondos

**Clasificaciones de Riesgo Mercado (RM): Fondos clasific. por Fitch vs. Fondos Clasific. por Otras Agencias**

T	Fitch Ratings		Otras Clasificadoras	
	Rend. (%)	Días c/ R.N.	Rend. (%)	Días c/ R.N.
1	4.03	1	3.62	4
2	3.73	3	4.29	2
3	3.80	12	3.31	12
4	3.58	15	0.67	22
5	1.61	25	1.01	25
6	(5.15)	38	(0.33)	33
7	(12.08)	50	N.A.	N.A.

Rend. – Rendimiento Anualizado Promedio. Días c/R.N. – Promedio de Días con Rendimiento Negativo. N.A. – No se aplica.

clasificados en RM 1 por Fitch, tuvieron cada uno en promedio 1 sólo día de rendimiento negativo (en contraste a los 4 días en promedio de pérdidas de los 21 fondos no clasificados por Fitch) y un rendimiento trimestral anualizado de 4,03% (en comparación al 3,62% de los fondos no clasificados por Fitch).

En el nivel intermedio de la escala de clasificación (RM Moderado, 4), encontramos resultados diferentes con respecto a los de menor exposición, aunque consistentes con su nivel de Riesgo Mercado. En promedio, los 35 fondos clasificados en RM 4 por Fitch tuvieron 13 días con rendimientos negativos (en contraste con los 10 fondos no clasificados por Fitch que tuvieron en promedio 18 días) y un rendimiento trimestral de 3,58% (los fondos no clasificados por Fitch presentaron un 0,67%). Comenzando en este nivel y siguiendo con los niveles más bajos de la escala, no se consideraron los fondos de inversión especializados en cobertura, ya que éstos incurren en otros riesgos al estar sus activos denominados en dólares (se excluyen con el propósito de concentrar el

análisis en el efecto del riesgo de tasas de interés).

Finalmente, en el último nivel de la escala de clasificación de RM (Muy Alto, 7) se aprecia la gran exposición que sufrían tales fondos ante las condiciones cambiantes del mercado. En el análisis de este nivel sólo se incluyeron los 5 fondos clasificados por Fitch y denominados en pesos (ya que solamente existe un fondo en el sector no clasificado por Fitch), los cuales presentaron 41 días con rendimiento negativo y un rendimiento trimestral del -12,08%. Al igual que en el análisis del nivel 4 de la escala, no se incluyeron los fondos especializados en cobertura.

Es relevante comentar con respecto a los fondos clasificados por Fitch, que sus rendimientos promedio fueron decrecientes al observar la escala de riesgo mercado hacia niveles de mayor exposición (comportamiento que se considera natural bajo un entorno de volatilidad en un período de corto plazo). Sin embargo, esta tendencia decreciente no muestra la misma consistencia en los fondos clasificados por otras agencias. ■

SECTOR ENERGÉTICO MEXICANO: FALTA DE REFORMA EVIDENCIA RIESGOS

Daniel R. Kastholm, CFA, Chicago

Sin duda, uno de los aspectos más importantes para la reforma estructural y fiscal de México, es la reestructuración de su sector energético. Dicho sector representa una porción tan relevante de las finanzas gubernamentales mexicanas, que sería difícil realizar cambios en este país sin antes reformar la estructura de dicho sector (ver gráfico siguiente).

Ahora que México enfrenta una mejor perspectiva económica, aumenta la presión para lograr una reforma en el sector energético. Sin duda, el crecimiento económico se traducirá en un mayor consumo de energía y en mayores niveles de inversión de capital para compensar el alza en la demanda. Las cifras asociadas con las inversiones a realizar en el sector son considerables. Se estima que CFE deberá invertir entre US\$3-5 mil millones al año en el sistema eléctrico para obtener la capacidad de compensar el crecimiento en la demanda, y PEMEX deberá invertir más de US\$8-10 mil millones al año para equilibrar el efecto de la reducción de reservas y para aumentar el crecimiento desde los niveles actuales. Como resultado de lo anterior, la necesidad de inversión de capital del sector energético se estima entre US\$12-18 mil millones al año para

los próximos años.

**PEMEX y CFE**

¿Pero de dónde vendrá el dinero? Como es de esperarse, y según se aprecia en el gráfico Pérdidas del Rédito, PEMEX y CFE no generan utilidades. A lo largo de los últimos cuatro años, tanto PEMEX como CFE han presentado pérdidas. Esta situación no es sorprendente, ya que existen varias entidades gubernamentales que no son administradas con el fin de generar ganancias. Dicha situación está cambiando ya que el gobierno actual está realizando esfuerzos por mejorar las capacidades y efectuar cambios en estas compañías.

Es importante destacar que las cifras de CFE excluyen las transferencias virtuales por subsidios de la utilidad neta, por lo que las cifras que aparecen en el gráfico Pérdidas del Rédito no coincidirán con las cifras informadas. Además, dichos subsidios CFE son considerables. Durante los últimos cuatro años, la compañía recibió cerca de \$200 mil millones de pesos mexicanos en transferencias virtuales, o aproximadamente US\$18-20 mil millones en subsidios

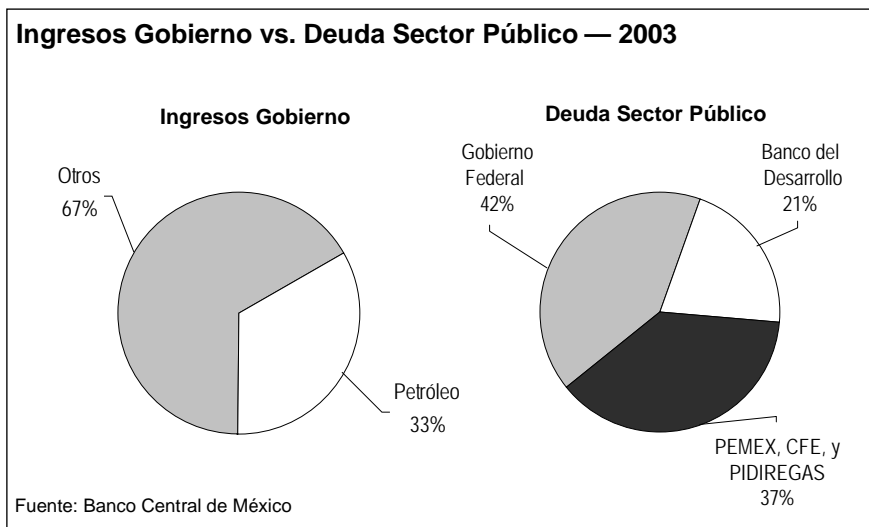
gubernamentales, que básicamente compensan la tributación anual del gobierno del 9% de los activos netos que igualmente ha sido virtual. Los impuestos van entre 2 y 3 veces el nivel de EBITDA, aunque los subsidios gubernamentales compensan estas tributaciones con creces.

Obviamente, las tarifas de CFE son demasiado bajas o sus costos estructurales son demasiado altos. Para poner en perspectiva el tipo de cambio necesario para que CFE obtenga retornos similares a los del sector privado, calculamos que el aumento en la tarifa o la reducción en la cantidad de costos que debiera efectuar una compañía de servicios privada para obtener un ROE de 7,5% sería considerable. En este ejemplo, las tarifas deberían aumentar más de un 65%, o los costos deberían reducirse en aproximadamente \$62 mil millones de pesos mexicanos, o un 39%, para alcanzar este nivel de retornos. Este ejemplo también asume que existe un régimen tributario más normal y que no se entregan subsidios. Además supone un 33% de tasa tributaria.

La falta de rentabilidad de PEMEX causa un poco más de sorpresa. PEMEX es el tercer mayor productor de crudo del mundo y la octava compañía integrada de mayor importancia. Es un productor que mantiene costos bajos; sus costos de extracción se han mantenido por debajo del promedio del mercado, menos de US\$3,50 por barril de petróleo, y actualmente percibe los beneficios del alto precio del crudo. La canasta básica de mezcla mexicana alcanzó un promedio de US\$24,32 en el 2003 y de US\$29,41 durante los primeros nueve meses del 2004.

Entonces, ¿por qué se registran pérdidas? La respuesta está en los impuestos. En el gráfico EBITDA-Impuestos, comparamos el EBITDA y los impuestos informados de

*vea Sector Energético Mexicano en página 6*



**SECTOR ENERGÉTICO MEXICANO**

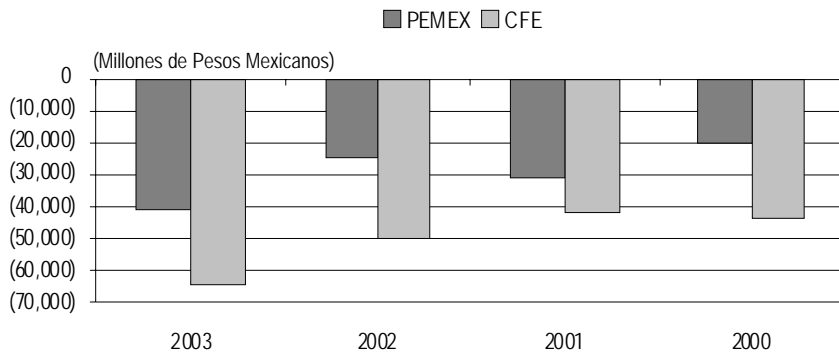
viene de página 5

algunas de las mayores compañías integradas de petróleo y gas con las cifras de PEMEX. Es aquí donde radica el problema. En todas las compañías, cerca del 20% ó el 30% del EBITDA va a impuestos; no así en PEMEX, que paga más de un 100% de su EBITDA en impuestos, como resultado del cargo tributario del gobierno del 60,8% de los ingresos de los últimos años. Es más, el actual régimen tributario no entrega a la compañía una deducción por gastos de depreciación, un gasto virtual que en teoría se traduce en la cantidad que se debe reinvertir en el negocio para mantener su base de activos. Es interesante observar que no todos los gobiernos imponen las mismas tasas de impuestos a las compañías que son de su propiedad. Por ejemplo, Petrobras, que también es propiedad del gobierno, debe tributar dentro del mismo rango que las entidades del sector privado.

A pesar de que el gobierno toma todo el flujo de caja en efectivo que produce PEMEX a través de los impuestos, los altos precios del petróleo han hecho atractiva la inversión en este negocio. Claramente, ya que la mayor parte del flujo de caja de la compañía va al pago de impuestos, las inversiones anteriormente realizadas fueron financiadas con deuda, y es probable que esta situación continúe, suponiendo que no se registrarán reformas gubernamentales ni sectoriales. Como se muestra en el gráfico Capital Expenditures: PEMEX, a lo largo de los últimos cinco años PEMEX ha aumentado las inversiones a más de US\$10 mil millones al año, y además casi ha duplicado los niveles de deuda, desde US\$16 mil millones a US\$30 mil millones. En el 2004, se espera que la inversión ascienda a más de US\$12 mil millones, nivel que debería mantenerse ya que se estima que la producción de petróleo aumente en cerca de 4,5 millones de barriles y que la producción de gas natural se duplique hasta alcanzar más de 8,0 BCF/d, ambos índices para el 2008.

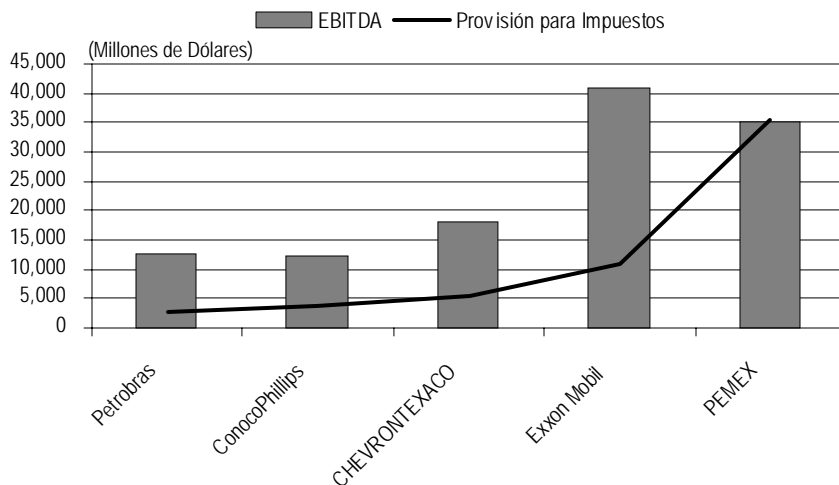
Si bien la deuda ha aumentado, el valor neto o patrimonio sigue erosionándose

**Pérdidas del Rédito: PEMEX and CFE**



Nota: Datos excluyen beneficios gubernamentales. Fuente: PEMEX y CFE.

**EBITDA - Impuestos: PEMEX vs. Grandes Compañías Crudo/Gas**



EBITDA – Ganancias antes de intereses, impuestos, depreciación, y amortización. Fuente: Informes de la compañía.

sostenidamente, lo que puede atribuirse casi completamente a la exorbitante carga tributaria que continúa creando pérdidas en la entidad. En el gráfico PEMEX: Balance de la Equidad, mostramos los balances de patrimonio que PEMEX ha informado a lo largo de los últimos cinco años, y simplemente extrapolamos los resultados históricos para los del año 2004 y 2005. Basándonos en la tendencia actual, los balances de patrimonio podrían tornarse negativos para mediados del año

2005. Es importante observar que de acuerdo a casi todas las mediciones financieras, PEMEX se considera como una compañía sólida, con bajos niveles de deuda a reservas, un bajo apalancamiento (medido de acuerdo al índice deuda a EBITDA) y una sólida cobertura de gastos financieros, con excepción del patrimonio.

La principal área de incertidumbre en relación al patrimonio negativo, con

vea Sector Energético Mexicano en página 7

**SECTOR ENERGÉTICO MEXICANO**

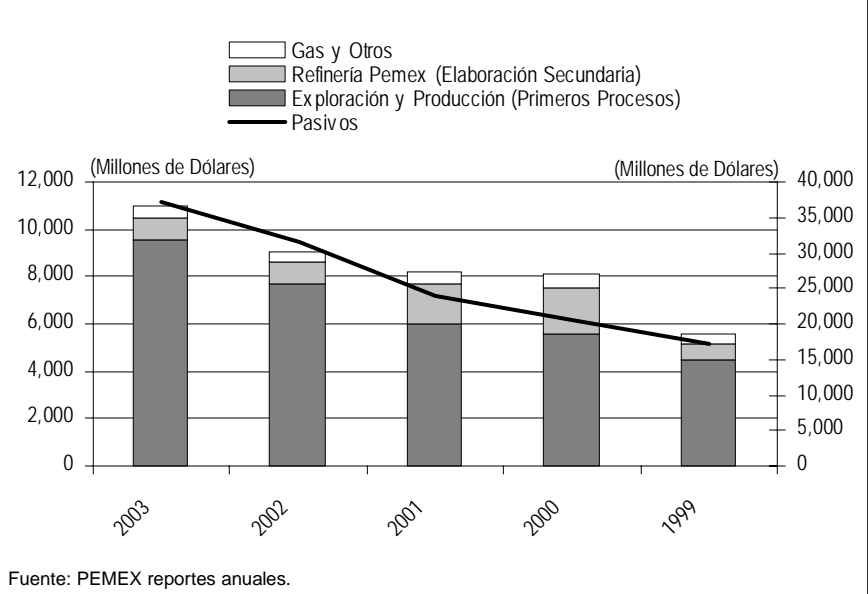
viene de pagina 6

excepción de una garantía entregada por el gobierno o una reforma tributaria, es el impacto sobre la liquidez de PEMEX. ¿Es posible que los inversionistas y los prestamistas continúen entregando recursos a una entidad que pudiera considerarse técnicamente insolvente? ¿Los inversionistas institucionales cuentan con políticas o pautas de inversión que les prohíban invertir en entidades que tienen un valor neto tangible negativo? En este punto no parece que el valor neto negativo por sí solo restrinja la inversión y resulte en una crisis de liquidez. Además, el valor neto negativo no debiera desembocar en una violación de convenio del contrato de bonos de PEMEX. Sin embargo, este asunto del valor neto pudiera tener un efecto psicológico sobre algunos inversionistas, lo que podría traducirse en un problema de valoración y posiblemente en spreads y costos relacionados con préstamos ligeramente más altos para PEMEX, ya que es posible que deba atraer inversionistas nuevos o marginales con cupones más altos. La gran cantidad de deuda pendiente del sector energético mexicano (que sigue aumentando), podría transformarse en algún momento en una limitación, a medida que los inversionistas comienzan a alcanzar límites de tenencia o de concentración. Pero este riesgo de liquidez parece bajo por el momento, y lo más probable es que todo se reduzca a un asunto de precio / costos, a medida que el país / sector energético necesite atraer nuevos inversionistas.

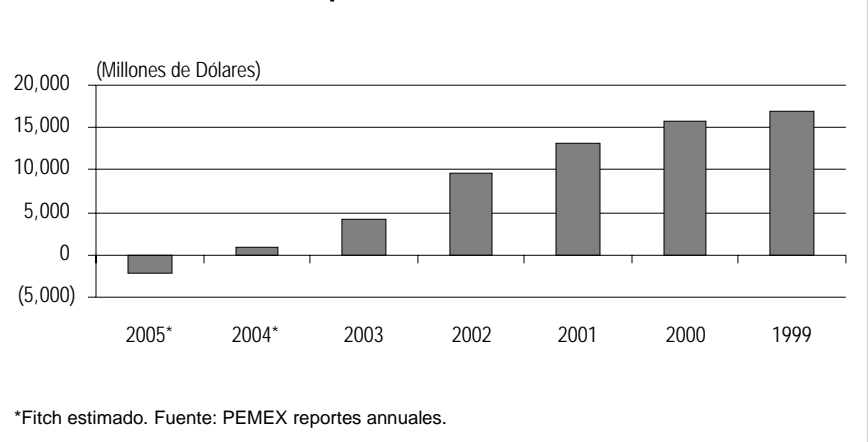
**¿PIDIREGAS al Rescate?**

Algunos participantes del mercado y algunos oficiales del gobierno mexicano pueden pensar que el vehículo de financiamiento de PIDIREGAS es la respuesta para el problema de financiamiento del sector energético. Sin embargo, aquellos que piensan esto pueden resultar finalmente decepcionados. Básicamente, PIDIREGAS es una clasificación de financiamiento no incluida en el presupuesto perteneciente al gobierno mexicano y las entidades estatales, es decir, agencias de descentralización. Actualmente, PIDIREGAS mantiene una deuda

**Capital Expenditures: PEMEX**



**PEMEX Balances de la Equidad**



clasificada pendiente de aproximadamente US\$28,2 mil millones. Cada año el gobierno asigna créditos para el gasto de PIDIREGAS de alrededor del 1-1,5% del PIB; se espera que el PIB mexicano sea de alrededor de US\$650 mil millones en el 2004. En general, la mayor parte de los gastos de PIDIREGAS son proyectos relacionados con PEMEX y CFE, los que a su vez están financiados por estas entidades; la deuda de PIDIREGAS aparece en las hojas de balance de estas

entidades.

Si bien la deuda clasificada de PIDIREGAS no se encuentra técnicamente garantizada por el gobierno mexicano, para propósitos prácticos se considera como si lo estuviera, es decir, se incluye la deuda de agencias gubernamentales descentralizadas en la definición de deuda gubernamental federal representada en la ley. Además, la deuda

vea Sector Energético Mexicano en página 8

## SECTOR ENERGÉTICO MEXICANO

*viene de página 7*

de PEMEX y CFE ha recibido tratamiento *Pari Passu* en reestructuraciones gubernamentales anteriores. Por lo tanto, PIDIREGAS no es una fuente de financiamiento sin limitaciones del gobierno mexicano, ya que esta deuda se encuentra incorporada en nuestro análisis de clasificación del soberano.

### Prospectos para la Reforma

Como resultado de lo anterior, y a menos que el gobierno quisiera continuar financiando al sector energético, parece probable que el sector privado se involucre cada vez más. Pero para que se realicen inversiones privadas en cantidades adecuadas se deben efectuar más reformas. Obviamente, hemos visto algunas inversiones en generación y transmisión ahora que CFE ha utilizado estructuras de BOO (Build, Own and Operate) y BOT (Build, Operate and Transfer), así como con

la reciente acción de PEMEX, que comenzó a recibir ofertas para MSCs (Multiple Service Contract) de gas natural. Pero estos hechos son pocos e insuficientes.

Los esfuerzos llevados a cabo por la administración de Fox para implementar reformas en estas áreas han tenido hasta la fecha un éxito limitado y las oportunidades para efectuar cambios al corto plazo se están agotando. Considerando que las elecciones de julio del 2003 no tuvieron éxito en cambiar el equilibrio de poderes dentro del congreso mexicano, será necesario crear alianzas para alcanzar cualquier reforma material. Y ahora que la política previa a las elecciones presidenciales gana fuerza, la oportunidad y la voluntad para formar estas alianzas parecen bastante poco probables. Recientemente, México se ha visto sacudido por una ola de escándalos y

confrontaciones, entre miembros de los mismo partidos opositores. Fitch considera que las disputas políticas se intensificarán en el 2005.

En resumen, el sector energético es una parte clave de la reforma fiscal Mexicana, considerando la dependencia del gobierno del petróleo y las limitaciones de inversión que enfrenta. A pesar de la necesidad de reformas sectoriales, no vemos ningún movimiento material relacionado con las reformas en el sector energético, ahora que las campañas presidenciales mexicanas entran a un período más intenso. Por lo tanto, la oportunidad para realizar inversiones privadas sigue estando limitada y el financiamiento del sector se mantendrá con problemas y limitará el potencial de crecimiento para los participantes del sector energético. ■

## SECTOR ENERGÉTICO ARGENTINO: CRECIENTE INTERFERENCIA GUBERNAMENTAL

*Ana Paula Ares, Buenos Aires, Argentina*

Durante el año 2004 se evidenció la crisis estructural del sector energético argentino, que afectó el normal suministro de gas y electricidad. En consecuencia, las exportaciones de gas se interrumpieron temporalmente y se recurrió a la importación de *fuel oil* para las centrales termoeléctricas. La crisis energética refleja el incremento en la demanda de energía asociado a la recuperación económica, además del déficit en la oferta energética ante la falta de reglas claras e incentivos de precios (tarifas energéticas pesificadas y congeladas desde enero de 2002) que favorezcan la expansión de la capacidad productiva actual.

Ante este escenario, el gobierno intervino significativamente en el funcionamiento del sector energético, mediante la adopción de medidas aisladas que no contemplaron el sector en su conjunto, evidenciando la ausencia de un plan energético nacional que permitiera superar la crisis. La interferencia gubernamental

alcanzó con diferente intensidad la totalidad de la cadena de valor de los sectores del petróleo, el gas natural y la electricidad (producción, transporte y distribución). La imposición de derechos a la exportación y limitaciones informales de precios sobre el precio de venta de petróleo a las refinerías, la limitación en la recuperación de las tarifas de gas y electricidad tras la devaluación del peso, y la creación de la compañía energética estatal Energía Argentina S.A., son algunos ejemplos de la activa participación del gobierno en el sector energético. Adicionalmente, el gobierno está dirigiendo la inversión privada hacia los sectores de transporte de gas natural y electricidad a fin de garantizar la seguridad del suministro energético nacional.

El flujo de fondos de los exportadores de hidrocarburos se vio afectado por la introducción, y sucesivos aumentos, de retenciones a las exportaciones. En agosto de 2004, con posterioridad al aumento de

las retenciones realizado en mayo de ese año, el Gobierno estableció una escala progresiva en las retenciones basada en los precios del West Texas Intermediate (WTI). Dichas retenciones alcanzan un máximo del 45% para precios de WTI iguales o superiores a US\$45 por barril. Por su parte, las retenciones a las exportaciones de gas y gas licuado aumentaron desde un 5% a un 20%, y se introdujo una retención del 5% para la exportación de gasolina. Fitch estima que de producirse futuros aumentos en el actual esquema de retenciones los productores podrían mostrarse reacios a exportar, lo que terminaría afectando la recaudación del fisco argentino.

Los productores de hidrocarburos integrados verticalmente están mejor posicionados que los productores no integrados para operar bajo limitaciones al precio de venta del petróleo destinado al mercado local y retenciones a su

**SECTOR ENERGÉTICO ARGENTINO**

*viene de página 8*

exportación. Los productores integrados dirigieron sus ventas locales de petróleo a sus propias refinerías, modificando el perfil de sus exportaciones hacia productos refinados (sujetos a un menor impuesto). Fitch prevé que este comportamiento persista con el actual esquema impositivo. Por su parte, los productores no integrados no se beneficiaron totalmente de los altos precios del WTI debido al acuerdo de precios vigente con las refinerías entre enero del 2003 y abril del 2004. Dicho acuerdo establecía un precio límite de US\$28,5 por barril, previéndose compensar la diferencia entre dicho límite y el WTI vigente (no superior a US\$36 por barril) cuando el WTI se encuentre por debajo de la cifra mencionada. En su escenario base Fitch prevé un WTI US\$42 por barril para 2004 y US\$35 por barril para 2005, resultando incierto el plazo para que los productores recuperen sus créditos existentes. El objeto de este acuerdo y del impuesto a la exportación de hidrocarburos fue prevenir aumentos significativos en el precio de la gasolina en el mercado local, reduciendo la presión inflacionaria. Si bien las medidas adoptadas fueron relativamente exitosas en esos aspectos, limitaron la realización de nuevas inversiones de capital, poniendo en riesgo los futuros niveles de producción de hidrocarburos.

En mayo de 2004 el gobierno firmó un acuerdo con los productores de hidrocarburos para aumentar progresivamente el precio del gas natural en boca de pozo, previéndose su total liberalización en 2007. Para los consumidores industriales el gobierno pautó un aumento del 35% en mayo de 2004, seguido por aumentos del 16% en octubre de 2004 (aplicado en noviembre), mayo y julio de 2005. Para las centrales generadoras y consumidores residenciales, los precios permanecerán congelados hasta el 2007. Fitch estima que los ajustes previstos en el precio del gas favorecerán una recuperación en la inversión del sector, para satisfacer el crecimiento de la demanda local. A octubre de 2004 (10 meses) la producción de gas creció un

8%, y a pesar de no haber variaciones significativas en la capacidad de transporte, la cantidad de pozos gasíferos terminados aumentó a 45 en mayo de 2004 en comparación con 21, en mayo de 2003, situación que va en beneficio del aumento de los niveles de producción.

Adicionalmente, el gobierno está dirigiendo recursos privados para comenzar a expandir en 4,7 millones de metros cúbicos por día los gasoductos operados por Transportadora de Gas del Norte (TGN) y Transportadora de Gas del Sur (TGS) a partir de julio del 2005, estimándose el monto total de la inversión en US\$454 millones. TGS se encuentra llevando a cabo la expansión del gasoducto San Martín para agregar aproximadamente 2,9 millones de metros cúbicos por día (MMmc/d) a la capacidad de transporte desde el sur de Argentina hacia Buenos Aires. Se estima que el costo del proyecto alcanzará aproximadamente US\$285 millones, de los cuales TGS debiera contribuir US\$40 millones. El remanente será financiado a través de un fideicomiso, con contribuciones del Banco Nacional de Desarrollo de Brasil (BNDES) por US\$142 millones, del Banco Nación por US\$60 millones, y con el aporte de los productores de gas. En el caso de TGN, la inversión total alcanzaría US\$169 millones, financiados por REPSOL YPF (US\$100 millones), BNDES (US\$31 millones), Banco Nación (US\$27 millones), aportando TGN US\$11 millones en activos propios. Si bien aún resulta incierto el esquema tarifario para recuperar estas inversiones, Fitch prevé que el costo recaiga en los grandes usuarios (industrias, centrales de generación eléctrica y estaciones de gas comprimido), lo que probablemente eximiría a los consumidores residenciales.

En el sector eléctrico la interferencia gubernamental se refleja en el establecimiento de un tope al precio spot de la energía y congelamiento de tarifas eléctricas, que produjo un déficit acumulado con los generadores eléctricos de aproximadamente US\$277 millones para octubre del 2004. El gobierno adoptó

ciertas medidas para reducir este déficit, incluyendo un préstamo del gobierno por aproximadamente US\$100 millones y aumentos en el precio estacional de la energía aplicable el próximo verano. Considerando las perspectivas de crecimiento de la demanda eléctrica (8% acumulado para noviembre del 2004), Fitch estima que se requieren en forma inmediata inversiones en el parque generador y líneas de transmisión. Dado que el actual entorno desincentiva la inversión voluntaria del sector privado, el gobierno busca dirigir a los generadores eléctricos para que apliquen sus créditos originados entre enero de 2004 y diciembre 2006 (por la diferencia entre lo facturado y lo recaudado) a la construcción de hasta 1600 Mw de nueva capacidad de generación. A los generadores eléctricos les resulta difícil tomar tal decisión ante la falta de definición de variables claves que garanticen la recuperación de su inversión. En caso de no aceptar la propuesta del gobierno, los generadores cobrarían sus créditos a partir del 2007, sujeto a la generación de fondos de las nuevas centrales generadoras. En cualquier caso Fitch no prevé que los generadores recuperen sus créditos en el mediano plazo, y su generación de fondos estará limitada durante un período de tres años.

En el sector regulado, aún está pendiente la definición de los contratos de concesión de los servicios públicos, exponiendo al sector a una fuerte incertidumbre y a una significativa reducción en el nivel de inversiones que podría afectar la calidad de los servicios en el mediano plazo. Hasta la fecha, el monto invertido por las compañías de servicios públicos en la década de los '90s ha permitido mantener niveles razonables de calidad en los servicios prestados, pero no puede asegurarse que ésta se mantenga ante la falta de nuevas inversiones. El proyecto de Ley de Servicios Públicos aprobado en octubre de 2004 por la Cámara de Senadores y sujeto a aprobación por la de Diputados, incrementa la incertidumbre que actualmente afecta a los prestadores de servicios públicos. En opinión de Fitch,

*vea Sector Energético Argentino en página 10*

**SECTOR ENERGÉTICO ARGENTINO**

viene de página 9

el Proyecto de ley incluye ciertos aspectos que desalientan la inversión privada en el sector de servicios públicos, tales como la obligatoriedad de prestar el servicio a clientes morosos y la modificación del actual esquema tarifario por uno que no promueve el logro de eficiencias en los costos del servicio y no garantiza ningún retorno sobre la inversión.

La compañía de energía estatal, Enarsa, recientemente creada es controlada por el Gobierno Nacional (65%), por la Provincias (12%), previéndose la colocación del 35% restante en la Bolsa de Valores. Dicha compañía está autorizada a operar en la totalidad del sector energético, incluyendo la exploración y explotación de hidrocarburos, el transporte, almacenaje, distribución,

comercialización y fabricación de todos sus productos y sub-productos y en la generación, transmisión y distribución de electricidad. La capacidad de Enarsa de participar en todos los ámbitos del sector energético es contraria a la normativa vigente para el sector privado que limita su capacidad de participar en más de un ámbito. El gobierno espera que Enarsa tenga un rol activo en el sector, lo cual parecería difícil de lograr en virtud de los activos que le han sido asignados (áreas de exploración off-shore) y la significativa inversión requerida para su desarrollo.

En síntesis, el conjunto de medidas adoptadas por el gobierno no contempló la sustentabilidad del sistema energético en su conjunto, desvirtuando el sistema energético de libre mercado vigente en la

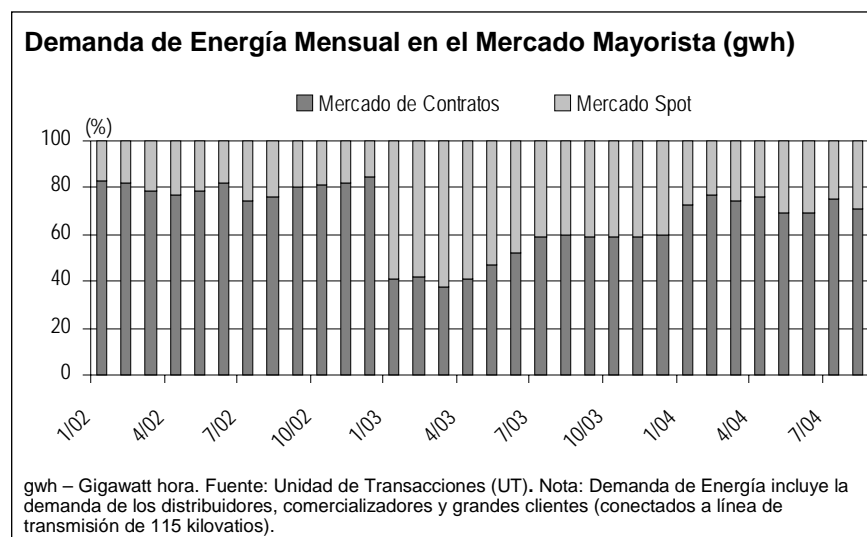
década del 90. Fitch opina que estas medidas restringen las perspectivas para la industria energética argentina. En su mayoría, las decisiones se concentraron en el corto/mediano plazo pero sin contemplar un plan energético de largo plazo. Esto afecta la capacidad de las compañías energéticas para adoptar decisiones claves, como por ejemplo los planes de inversión, afectando el suministro energético en el largo plazo. Fitch estima probable que la crisis energética que atraviesa el país continúe durante 2005 si se presenta un escenario de aumento en la demanda de energía combinado con bajo nivel en los embalses y bajas temperaturas. Asimismo, de no compensarse el déficit existente con los generadores de energía, el sistema eléctrico continuaría al borde del colapso. ■

**EL MERCADO MAYORISTA DE ENERGIA SALVADOREÑO: AVANZANDO CON LAS REFORMAS**

Paqui Jiménez, San José, Costa Rica y Giovanni Grosso, Chicago

El mercado mayorista de electricidad salvadoreño está transformándose gradualmente en un mercado más estable y competitivo. A comienzos de octubre del 2004, la Superintendencia General de Electricidad y Telecomunicaciones (SIGET), anunció que planea regular los contratos de compra de energía a largo plazo (PPAs, por su sigla en Inglés, Power Purchase Agreement) e incluir los precios contractuales en la fórmula de ajuste de tarifas para el 2006. Fitch espera que la estabilidad de los flujos de efectivo que generen los nuevos PPA's atraiga nuevas inversiones y sirva de soporte para su financiamiento, lo cual incrementaría la competencia y crearía a su vez transparencia, estabilidad y tarifas más bajas para los usuarios.

Hasta ahora, se permite a las distribuidoras formular, implementar y ajustar sus estrategias de compra de energía a las cambiantes condiciones de mercado, y no



tienen la obligación legal de contratar parte de sus necesidades de energía y cumplir cualquier requerimiento adicional mediante compras en el mercado spot.

Adicionalmente, los términos contractuales de los actuales PPAs son considerados información confidencial por lo que no son informados a la SIGET ni

vea Energía Salvadoreño en página 11

ENERGIA SALVADOREÑO

viene de página 10

incluidos en la estructura de tarifas, aunque por lo general son de corto plazo y referenciados a los precios del mercado spot. Por lo tanto, las estrategias de inversión de las compañías de generación, las tarifas de distribución eléctrica y el ambiente regulatorio son todos altamente dependientes de la dinámica en el mercado spot.

El mercado spot salvadoreño es un mercado operado en forma centralizada y cuyo precio es fijado cada hora con base en el volumen y precios ofertados por los generadores. El precio del sistema es establecido por el último precio ofertado. Los precios ofertados incorporan tanto los cargos para potencia como para energía y se basan en los costos de producción individuales y expectativas de precios competitivos.

Dado este modelo de fijación de precios en el mercado spot y la inestabilidad del mercado de contratos, los flujos de efectivo de las plantas generadoras con posiciones contractuales bajas o variables son relativamente menos estables y predecibles.

Lo anterior ha provocado fundamentalmente dos resultados: un ambiente débil para las inversiones y la creación de mecanismos de cobertura alternativos. Durante los últimos seis años, la mayor parte de la expansión eléctrica del país ha sido llevada a cabo por generadores públicos sin la entrada de nuevos generadores en el mercado (con la excepción de dos cogeneradores que inyectan sus excesos al sistema). Además, en al menos dos ocasiones, el gobierno ha firmado acuerdos de reserva de energía fría con generadores térmicos privados, que ha proveído estabilidad al sistema.

Esta arquitectura de mercado difiere de la que presentan otros países centroamericanos, tales como Guatemala y Panamá, donde los mercados spot operan

sobre un orden de prioridad de despacho basada en los costos operativos variables declarados y auditados (cargos por energía solamente) de los oferentes. En este sistema, la última unidad de generación establece el costo marginal del sistema, mientras que los mercados contractuales son de largo plazo y los precios contractuales incorporan cambios para potencia y energía. Esta situación ha propiciado la importación de energía de Guatemala. En el año 2003 el total de generación fue de 4,077 GWH de los cuales 37,5% fue térmica, 33,1% hidro, 21,9% geotérmica, y 7,4% importaciones netas de Guatemala y Honduras.

Del lado del consumidor regulado, las tarifas eléctricas están expuestas a las fluctuaciones de los precios spot debido a que los cargos por energía representan 60% del monto de la tarifa (excluyendo impuestos), y están determinados por cambios en los precios spot solamente. El restante 40% de la tarifa incluye un componente de costo por atención al cliente y un cargo por distribución. Para mitigar la volatilidad de las tarifas ante la fluctuación de los precios spot, en los últimos cuatro años el Ministerio de Economía ha aprobado varios decretos en los que se reestructura la fórmula de ajuste de las tarifas. Hasta agosto del 2000, el cargo por energía se calculaba trimestralmente, y luego el ajuste se realizó de forma mensual. A partir de mayo del 2003, el cargo por energía se revisa de forma semestral a la vez que el gobierno estableció un fondo compensatorio para la liquidación de precios de las transacciones spot. Originalmente este fondo era financiado solamente por los generadores, pero con la aprobación de otro decreto en mayo del 2004, el financiamiento del fondo es ahora temporalmente compartido (durante 6 meses) por los generadores y distribuidores de forma proporcional de acuerdo a sus transacciones spot, y posteriormente es traspasado a los usuarios finales en el siguiente período de

seis meses. Esta reforma propició las transacciones en el mercado de contratos en el corto plazo y que los precios contratados (generalmente con un descuento) estuvieran referenciados a los precios spot.

Actualmente, la SIGET se encuentra diseñando las reglas que gobernarían los PPAs, necesarias para la implementación de la reforma al artículo 79 de la Ley de Electricidad aprobada en abril 2003. Se espera que los nuevos PPAs regulados sean de largo plazo y no relacionados al precio del mercado spot, y otorgados mediante proceso competitivo de licitación. Las nuevas reglas se espera que estén listas dentro de los próximos dos meses.

Si bien todavía está por definirse la estructura y el mecanismo de fijación de precios de los PPAs regulados, Fitch espera que esta reforma traiga, aunque de forma gradual, estabilidad general al sistema en la medida que permita que coexistan los contratos de largo plazo públicamente licitados y los contratos privados de corto plazo. Los generadores existentes y los usuarios finales serán los primeros en beneficiarse ya que el primero tendrá garantía de pago por su energía en el largo plazo mientras que el último enfrentará una facturación de electricidad menos volátil. En la medida que la demanda se incremente, un mercado de contrato más sólido atraería nuevas inversiones y competencia, lo cual traería además estabilidad a las tarifas.

Al 30 de junio del 2004, El Salvador tiene una capacidad instalada total de 1.089 MW, de los cuales 46% es térmica, 39% es hidráulica y el resto (15%) es geotérmica, donde la potencia es suplida por seis compañías generadoras. El sistema alcanzó una demanda máxima de 767 MW durante la primera mitad del 2004. ■

## EMISIONES DE FINANZAS ESTRUCTURADAS EN AMÉRICA LATINA EN EL 2004

*Samuel Fox, Chicago*

En el año 2004, el nivel de financiamientos estructurados colocados en el mercado cross border alcanzó tan sólo US\$2,8 mil millones. Las emisiones en general bajaron en comparación a las del año anterior, cuando estas alcanzaron los US\$5,4 mil millones, estando igualmente muy por debajo del promedio de los últimos 8 años, de aproximadamente US\$4 mil millones. A pesar de estos niveles, el año se considera estable y relativamente sin novedades, en términos de diversidad de clase de activos y la ausencia de nuevos nombres en el mercado.

Como era de esperarse, debido a su probada habilidad para desempeñarse de manera consistente, las securitizaciones de flujo futuro representaron la mayoría de las emisiones registradas, aproximadamente un 85% del total de volumen en dólares. Obviamente, las más comunes se originaron en los bancos; las securitizaciones de remensas financieras o derechos de pago diversificados (DPDs). Los bancos también realizaron emisiones respaldadas por flujos de tarjetas de crédito internacionales. Sólo tres de las transacciones efectuadas cross border no comprendieron flujos futuros. Cada uno de ellos fue una emisión no asegurada corporativa o bancaria que usó mecanismos de liquidez o seguro de riesgo político (SRP) para mitigar riesgos relacionados con techos soberanos.

La mayoría de los emisores ya era parte de los mercados de capital internacionales. De las 15 transacciones de finanzas estructuradas del 2004, 12 fueron emisiones repetidas de programas establecidos, tales como Banco Itau, Unibanco, Aracruz y Cuscatlán. Sólo tres nuevos nombres se agregaron al mercado de finanzas estructuradas en el 2004. Uno fue el Santander Banespa, que antes del 2004 era uno de los pocos bancos importantes de Brasil que no tenía un programa DPD. De manera similar, el Banco Salvadoreño lanzó un programa de remensas en el 2004. Finalmente, el Brazil Telecom también recibió la bienvenida a la fraternidad de finanzas estructuradas cross border.

Los emisores se beneficiaron de unos spreads de crédito relativamente bajos en el 2004. Varios acuerdos registraron nuevos niveles bajos para el mercado con securitizaciones de tasa fija. En septiembre, Santander Banespa inició un programa de securitización de remesas clasificado por Fitch en BBB+, con un cupón de tasa fija menor al 6%, lo que a groso modo equivale a bonos del tesoro a cinco años, más un spread de 250 puntos bases. El Banco del Istmo, de Panamá, un nombre reconocido para los inversores en flujos a futuro, también tuvo una exitosa emisión de renta fija inferior al 6% (que sólo clasificó Fitch en BBB), así como un spread de crédito aproximado a bonos del tesoro a cinco años, más 235 puntos base. Cabe notar que el mercado siguió requiriendo spreads más altos para las estructuras similares a SRP no aseguradas con clasificaciones similares, tales como la emisión de deuda subordinada del Banco do Brasil (BdB), que cerró levemente sobre el 8,5%. Fitch no participó en el acuerdo de BdB y continúa teniendo una visión negativa con respecto a los bancos que emiten deuda subordinada con estructuras similares a SRP.

No se registraron eventos crediticios negativos importantes en Latinoamérica en el 2004. Las transacciones de flujos futuros y las compañías que estas representaban mostraron una buena tendencia de desempeño. Es probable que su trabajo se haya visto facilitado por los sólidos volúmenes comerciales impulsados en parte por los altos precios de los commodities. Además, también se otorgaron alzas en varias de las clasificaciones soberanas en el 2004. Brasil, Perú, Venezuela, Ecuador, Uruguay y Argentina vieron aumentos en su estabilidad y un crecimiento positivo, por lo que recibieron un alza. Una mejora general en los ambientes soberanos reduce la volatilidad y alivia a las compañías de ciertas incertidumbres operacionales y financieras. Esto se puede traducir directamente en desempeños generales mejorados a nivel corporativo.

El 2004 fue un sólido año para las

emisiones en los mercados locales de Latinoamérica.

Considerando la región como un todo, se espera que las emisiones de finanzas estructuradas en el mercado local alcancen aproximadamente los US\$5,9 mil millones. Los niveles de colocaciones del 2004 fueron mayores a los del 2003, que alcanzaron los US\$5,0 mil millones. Ha surgido un interesante tendencia en los últimos dos años, donde las emisiones del mercado local son iguales, o incluso mayores, que sus equivalentes cross border. Es probable que la tendencia se mantenga, reflejando la madurez de los mercados locales y aumentando los niveles de sofisticación para bancos, emisores e inversionistas. Brasil y México, en particular, siguieron ganando ímpetu. Al ser las dos economías más grandes de Latinoamérica, esto no nos sorprende. Los niveles de emisiones del 2004 para cada país, de US\$672 millones y US\$3,1 mil millones, respectivamente, se comparan favorablemente a los niveles del año anterior. Brasil tuvo US\$902 millones en emisiones en el 2003, pero sólo US\$75 millones en el 2002. Antes del 2003, el mercado no se había establecido realmente. México contaba US\$2,4 mil millones en el 2003 y muestra señales de continuo crecimiento para el futuro. Las grandes noticias en finanzas estructuradas en México para el 2004 fueron el surgimiento de las securitizaciones respaldadas por hipotecas (RMBS) una clase de activo que probablemente impulsará el mercado durante varios años.

Para el 2005, Fitch espera más de lo mismo. Si bien las tendencias parecen cuidadosamente positivas para Latinoamérica, los niveles de emisiones cross border sentirán la presión para expandirse. No se espera una nueva diversificación en las clases de activos, con la posible excepción de las RMBS cross border o las securitizaciones de colocaciones de créditos puente para construcción de puentes en México. El reciente surgimiento de los swaps de moneda a precios económicos podría impulsar los acuerdos de activos ya existentes hacia los mercados cross border. ■

## EL SISTEMA BANCARIO BRASILEÑO TRAS LA INTERVENCIÓN DE BANCO SANTOS

*Rafael Guedes, Sao Paulo, Maria Rita Gonçalves, Rio de Janeiro, Brazil y Peter Shaw, New York*

El 12 de noviembre de 2004, el Banco Central de Brasil intervino el Banco Santos S.A. (Santos) y una de sus subsidiarias, Santos Corretora de Valores Mobiliarios S.A. Fitch Ratings piensa que los factores citados por el Banco Central de Brasil como motivadores de dicha intervención (y que se mencionan en los siguientes párrafos) resultan únicos para este banco y, por lo tanto, el ente regulador seguirá supervisando y registrando el bienestar financiero del sistema.

El 16 de noviembre, la Comisión de Valores Mobiliarios (CVM) determinó que los retiros de dinero desde los fondos manejados por Santos Asset Management (SAM), una subsidiaria de administración de activos propiedad 100% del Banco Santos, se suspenderían por hasta 30 días para evitar que los accionistas que aún tenían dinero invertido en estos fondos sufrieran pérdidas a manos de aquellos que cobrarán reembolsos en los días posteriores a la intervención del banco.

Desde que ocurrió la intervención de Santos, Fitch ha estado supervisando el riesgo de la posible contaminación del sistema, impulsada por el comportamiento de los inversionistas. En los momentos de incertidumbre, los inversionistas tienden a reducir su tolerancia al riesgo y hasta es posible que comiencen a reubicar sus depósitos, destinando estos recursos a instituciones con perfiles crediticios que consideran más robustos, así como a bancos que se benefician del apoyo implícito del gobierno federal o de accionistas sólidos. Este riesgo se ve particularmente acentuado entre los bancos pequeños y medianos, que por lo general presentan importantes concentraciones de pasivos, lo que los hace más vulnerables a los denominados 'escapes hacia la calidad'. Fitch ha observado este efecto en el segmento, pero a un nivel que aún se considera manejable, aunque por muy poco en algunos casos. Parte de los movimientos de depósitos

vistos hasta la fecha surgen de inversionistas que, al encontrar su liquidez congelada en el banco intervenido, realizan retiros de dinero desde otras instituciones con el fin de cumplir con sus compromisos.

Una revisión de los bancos pequeños y medianos que clasifica Fitch indica que varios de ellos habían mantenido una liquidez mayor a la habitual durante un buen tiempo, con el fin de contar con la capacidad de enfrentar tanto los problemas esperados como los sorpresivos. La supervisión realizada por Fitch a estas instituciones, demostró que han mantenido un colchón de liquidez de entre un 13% y un 110% de su patrimonio, o el equivalente a un 4% y hasta un 70%, respectivamente, de sus depósitos a plazo. Además, la mayor parte de los bancos pequeños y medianos se ha mostrado más reticente a aprobar nuevos préstamos, lo que junto a sus plazos de vencimiento más cortos, ha favorecido sus posiciones de efectivo. Entre los factores que han ayudado a mitigar los efectos en el mercado de la intervención en Santos, Fitch cita la situación general de liquidez en el mercado brasileño y la percepción de las autoridades reguladoras respecto a una posible escasez de liquidez entre los bancos pequeños y medianos. Con el fin de evitar esta eventualidad, el pasado 19 de noviembre, el Banco Central de Brasil cambió los reglamentos respecto a los requisitos para mantener reservas contra depósitos, liberando hasta BRL300 millones de los fondos que cada institución bancaria tiene depositados en dicha institución.

En opinión de Fitch, una de las incertidumbres que el mercado no ha mencionado ni ha considerado de manera adecuada es el hecho que las compañías que tenían límites de crédito con Santos deberán obtener nuevas líneas de crédito rápidamente en otros bancos. Fitch entiende que en una intervención bancaria, las autoridades solicitarán que se cumpla

con los contratos válidos, es decir, que se paguen las líneas al momento de vencer, ya que éstas no se podrán refinanciar. De hecho, esta situación es más delicada, debido a que en el nicho comercial de Santos, es común que quienes piden préstamos también realicen depósitos, ya sea en las instituciones financieras que conceden estas líneas o en sus afiliados u otras compañías del grupo. Debido a que para los casos de intervenciones en instituciones bancarias, la legislación brasileña no determina explícitamente la compensación de las deudas de una compañía por medio de los depósitos / activos que mantiene con dicha institución bancaria, estas compañías no sólo se ven en la necesidad de obtener nuevos recursos de otros bancos, sino que además no pueden respaldarse con el colchón de liquidez que mantienen en el banco que sufre la intervención. Fitch se encuentra analizando el posible impacto de estos factores sobre todas sus clasificaciones públicas.

Respecto a Santos, los depósitos se encuentran cubiertos por una garantía federal (Fondo de Garantía de Crédito [FGC]) por hasta BRL20.000 por cliente. Los fondos que maneja SAM, que suman BRL2,5 mil millones – de acuerdo a datos entregados por la Asociación Nacional de Bancos de Inversión (ANBID) a octubre de 2004 - no gozan de dicha garantía. Por ley, dichos fondos pueden invertir hasta un 20% de sus activos netos en los CDs del banco, cantidad que probablemente se utilizó. Pocas entidades financieras mantenían depósitos en Santos y /o en los fondos de inversión de su administradora de activos. Los inversionistas de los fondos mutuos de SAM se componen principalmente de fondos de pensiones, otros inversionistas institucionales y municipalidades.

Las líneas de comercio exterior pueden recibir un tratamiento diferente. Siempre que la línea de financiamiento de exportaciones (ACC/ACE) haya quedado

*vea El Sistema Bancario Brasileño en página 14*

## EL SISTEMA BANCARIO BRASILEÑO

*viene de página 13*

registrada en el contrato de cambio, de acuerdo a la Ley 9450, cualquier pago que reciba el banco que está siendo intervenido relacionado con dicho contrato, ya sea una recaudación extranjera implícita o una recaudación judicial o convenida recibida del exportador, los ingresos se deben destinar de manera obligatoria a pagar al banco que financió la operación. Fitch indica que las instituciones que entregan dicho financiamiento podrían enfrentar dos riesgos: una multiplicidad de financiamiento en caso que los activos y los pasivos relacionados con las operaciones de financiamiento de las exportaciones no se encontraran perfectamente alineados en la institución intervenida y el hecho de que el mercado en general no ha utilizado este mecanismo con frecuencia.

No obstante, en caso que una de estas situaciones efectivamente ocurrieran, las autoridades brasileras, como lo han hecho en previas ocasiones, podrían realizar los pagos, quizás con un desfase, para mantener la confianza en el financiamiento comercial.

Las líneas de financiamiento para importaciones se pueden pagar con mayor agilidad, ya que el Banco Central de Brasil considera que la institución financiera sólo actúa como un intermediario para la transferencia de recursos en este tipo de financiamiento. En este caso, si el importador brasiler realiza un pago, el interventor efectuará el pago para el banco extranjero que financia.

Las emisiones de títulos externos (bonos) se incluirán como obligaciones generales de la masa de quiebra, al igual que los depósitos a la vista, de ahorro y a plazos. No es sólo que el proceso de quiebra sea por lo general prolongado, sino que además es difícil analizar el grado de recuperación que se espera, considerando la limitada información que existe actualmente. Sin embargo, la información entregada por el Banco Central de Brasil,

en donde se afirma que el banco tenía un valor negativo neto de BRL100 millones, indica inicialmente que el porcentaje de pérdida que se debe dividir entre los acreedores sería bajo, en el caso que todos los deudores pagaran sus compromisos con Santos. No obstante, Fitch cree que con la intervención, el potencial para que se produzcan pérdidas adicionales por préstamos es considerablemente mayor, y como resultado, el valor neto negativo aumentará, ya que, debido a lo que se mencionara anteriormente, es probable que los acreedores presenten problemas.

Otra de las preocupaciones se relaciona con la gran cantidad de líneas que Santos recibió de BNDES, Banco Nacional de Desarrollo de Brasil (aproximadamente BRL1 mil millones), lo que representa riesgo del Banco Santos.

No obstante, cuando se trata de su financiamiento, BNDES disfruta de una subrogación de derechos; es decir, en caso de que el agente que recibió el préstamo de BNDES vaya a la bancarrota, los flujos que se generan con este financiamiento (y que usan dichos fondos) no ingresan a la masa de quiebra, sino que se repagan a BNDES, de acuerdo a la ley 9365, que deja a BNDES claramente en el papel de acreedor principal. El 18 de noviembre del 2004, BNDES informó al mercado que todos los pagos de cuotas con vencimiento al 12 de noviembre del 2004, relacionadas con las líneas de préstamos otorgados o de Finame (Financiamiento para Maquinaria Pesada) de BNDES y que Santos pusiera a disposición de sus clientes, se deben pagar directamente a BNDES por medio de una cuenta abierta en el Banco do Brasil. En un caso similar ocurrido en el segundo semestre del 2003 (Banco Royal, BRL300 millones en líneas del BNDES), BNDES nos informó que no había experimentado problemas en la recepción de pagos, los que se cobraban de acuerdo a los contratos. Sin embargo, también en este caso, Fitch piensa que los deudores de Santos pueden experimentar variados niveles de dificultad al momento de efectuar los pagos debidos, lo que

ocasionaría pérdidas para BNDES. Fitch continuará supervisando el desempeño de las líneas de BNDES y el posible impacto en su perfil de crédito.

El contacto que se ha mantenido con el mercado tras la intervención hace pensar a Fitch que los recientes eventos no desencadenarán una serie de efectos más negativos en el sistema. Actualmente, el sistema financiero cuenta con liquidez y algunos bancos pequeños y medianos, que son más susceptibles a despertar sospechas ante los ojos de los inversionistas institucionales, se anticiparon a la acción del Banco Central, reforzando sus reservas de liquidez. Fitch también se siente cómodo con el hecho que el ente regulador continuará estando alerta y dispuesto a entregar liquidez al mercado si fuera necesario. Fitch sabe que sin duda existen casos aislados de presión por liquidez, por lo que Fitch se mantendrá en guardia, ajustando las clasificaciones cuando sea necesario.

Fitch considera que los puntos citados por el Banco Central de Brasil como causal para intervenir Santos son exclusivos de ese banco y también cree que el regulador seguirá supervisando y registrando el bienestar financiero del sistema. En otras instituciones que ha analizado Fitch, los factores de riesgo y las limitaciones de las clasificaciones – reflejados en los ratings asignados – existen, pero no se han encontrado todos al mismo tiempo y dentro de la misma entidad en ninguno de los bancos analizados. En opinión de Fitch, la flexibilización de la regulación para los depósitos obligatorios efectuada el 19 de noviembre fue una medida de vital importancia, que ha aliviado las presiones de liquidez sobre las instituciones financieras pequeñas y medianas. No obstante, considerando la tensión, volatilidad y stress que ha experimentado el mercado financiero de Brasil durante esta semana, el ambiente del mercado y el comportamiento de los inversionistas, los fundamentos de la clasificación podrían verse superados. ■

**BANCOS VENEZOLANOS: ACONTECIMIENTOS RECIENTES Y PERSPECTIVAS**

*Gustavo López, New York y Franklin Santarelli, Caracas, Venezuela*

Durante el cuarto trimestre del 2004 Fitch mejoró tanto las clasificaciones de deuda como las individuales de varios bancos venezolanos. El Rating Action vino después de que Fitch modificara las clasificaciones en moneda local y extranjera de largo plazo de la República Bolivariana de Venezuela a B+ desde B- (Outlook Estable). Algunos de los principales factores que apoyaron los cambios en las clasificaciones bancarias fueron: la mejora en la calidad crediticia soberana, que es sin lugar a dudas el principal factor de exposición del sistema bancario, así como la relativa mejora en el ambiente operacional que ha seguido a la menor incertidumbre política existente y a una actividad económica más dinámica. Sin embargo, el desempeño consistente del sistema bancario en general, y de un pequeño grupo de bancos en particular, apoyó la subida de las clasificaciones individuales a una escala de C/D para algunas instituciones. Para varios de los bancos más grandes y con mejores desempeños, sus clasificaciones de deuda seguirán estando fuertemente relacionadas con las del soberano. Es poco probable que las clasificaciones individuales continúen subiendo en el corto plazo, considerando las debilidades de origen externo que afectan a Venezuela. La Tabla Clasificaciones de Bancos Venezolanos muestra las clasificaciones asignadas actualmente por Fitch a estas instituciones.

En comentarios e informes bancarios recientes, Fitch ha indicado algunos de los principales problemas que continuarán

teniendo un rol destacado en el desempeño del sistema bancario venezolano en el futuro. Estos se detallan a continuación:

**Es probable que los créditos al sector privado aumenten en el corto plazo**

La cartera de colocaciones del sistema constituyó sólo un 27% del total de los fondos invertidos (activos + fondos de inversión) para fines de junio del 2004. Tras una baja del 15% registrada en la cartera de colocaciones durante el primer semestre del 2003, las menores tasas de interés, una mayor actividad económica y algunas necesidades de financiamiento presentes en el sector privado para adquirir emisiones locales de deuda en moneda extranjera, provocaron un aumento del 36% en el otorgamiento de préstamos durante el primer semestre del 2004. A su vez, el aumento del índice de variación anual fue del orden del 77%, muy por sobre la inflación promedio (24%). Durante el 2004, el gobierno colocó emisiones de deuda en moneda extranjera dentro del mercado local, las que fueron adquiridas por compañías e individuos privados, en algunos casos financiados con préstamos de corto plazo otorgados por el sector financiero. El aumento del consumo interno ha resultado en mayores necesidades de capital de trabajo y en un importante reemplazo de inventario por parte de las empresas, situación sostenida por las autoridades venezolanas a través del aumento de la cantidad de moneda extranjera en la

economía. Parte del crecimiento de la cartera de colocaciones podría desaparecer en el corto plazo debido a los vencimientos de la mayoría de los préstamos otorgados para adquirir las emisiones de deuda gubernamentales antes mencionadas. Sin embargo, el consumo privado podría seguir aumentando en un ambiente con tasas de interés más bajas unidas a un gasto público alto. Varios bancos han redoblado sus esfuerzos comerciales para aprovechar las condiciones de mercado, sacando partido al ambiente con tasas de interés relativamente más bajas del 2004 y el incentivo creado por el control cambiario para aumentar el consumo, como protección contra futuras devaluaciones. A pesar de las considerables necesidades de financiamiento que tiene el gobierno, el exceso de liquidez que existe en el mercado debería financiar la demanda de créditos que se espera, sin que las tasas de interés sufran un aumento significativo.

**Aumento de la exposición al soberano**

La baja demanda por préstamos registrada desde 1998 ha resultado en una concentración importante de deuda gubernamental local en los balances de los bancos. Para fines de junio del 2004 el total de los instrumentos gubernamentales representaban 3,9 veces el patrimonio del sistema (excluyendo los instrumentos a corto plazo del Banco Central: 2,9 veces). Los instrumentos del Banco Central son únicamente derivados de créditos a corto

Clasificaciones de Bancos Venezolanos

Banco	Individual	Respaldo	Moneda Extranjera		Moneda Local		Outlook	Largo Plazo Nacional
			Largo Plazo	Corto Plazo	Largo Plazo	Corto Plazo		
Banco Provincial	C/D	5	B+	B	B+	B	Estable	AA(ven)
Banco Mercantil	C/D	5	B+	B	B+	B	Estable	AA(ven)
Banco de Venezuela	C/D	5	B+	B	B+	B	Estable	AA(ven)
Banesco Banco Universal	D	5	B-	B	—	—	Estable	A-(ven)
Banco Occidental de Descuento	D/E	5	B-	B	B-	B	Estable	BBB(ven)
Banco del Caribe	D	5	B+	B	B+	B	Estable	A+(ven)
Banco Exterior	C/D	5	B+	B	B+	B	Estable	AA-(ven)
Banco Venezolano de Crédito	D	5	B+	B	B+	B	Estable	A+(ven)
Corp Banca	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	N.A.	BBB(ven)

N.A. – No Disponible.

vea Bancos Venezolanos en página 16

**BANCOS VENEZOLANOS: ACONTECIMIENTOS**

*viene de página 15*

plazo, emitidos para manejar la política monetaria. Si bien esta concentración es bastante similar entre varios de los bancos, sigue siendo una preocupación para Fitch considerando las relativamente bajas clasificaciones en moneda local y extranjera de Venezuela.

**Calidad de activos debiera continuar siendo la adecuada**

Para fines de junio del 2004 los préstamos vencidos bajaron un 15%, en comparación al promedio registrado para fines del 2003, lo que disminuyó el índice total de préstamos vencidos hasta un 2,8%, el nivel más bajo desde 1998. Si se incluyen los préstamos reestructurados, el índice de incumplimiento “ajustado” a la cantidad total de préstamos baja a 5,1%, comparado con un 8,0% registrado a fines del 2003. Una parte importante de esta proporción de mejoramiento deriva de castigos, los que representaron 2,7% de los préstamos promedio. Las reservas para pérdidas por préstamos crecieron durante el primer semestre del 2004, por medio de la canalización de las mayores ganancias cambiarias obtenidas después de la devaluación de febrero del 2004 hacia provisiones de pérdidas por préstamos. Para fines de junio, la cobertura de la reserva para pérdida por préstamos era de 206% (113% incluyendo los préstamos reestructurados), que es adecuada considerando el nivel de riesgos que había tomado el sistema bancario. Mientras los bancos sigan teniendo la capacidad de generar ganancias adecuadas, es probable que continúen castigando las carteras de colocaciones vencidas, lo que debiera mantener una buena calidad de los activos.

**Los bancos debieran seguir obteniendo ganancias importantes, a pesar de la contracción de sus márgenes de intereses netos**

Después de registrarse una mejora en los márgenes de intereses netos en el 2003, las menores tasas de interés y la fuerte competencia han resultado en una contracción de los márgenes de intereses netos dentro del sistema. En el primer semestre del 2004, las ganancias de

intereses netos como porcentaje del promedio de activos (margen de interés neto) bajó a 11%, casi 3.000 puntos menos que durante el mismo período del año 2003. Si se incluyen las inversiones cedidas, este índice alcanza un 9,2%, el más bajo de los pasados cinco años. Considerando esta tendencia, los bancos se han mostrado proactivos en el manejo de los ingresos por comisiones, mientras que las ganancias cambiarias son difíciles de pronosticar debido al control de cambio extranjero. Por otro lado, los bancos han alcanzado un cierto éxito con el control de costos operacionales, aunque estos siguen siendo altos de acuerdo a los estándares internacionales (costo promedio: 7,5% en el primer semestre del 2004, ajustado a inversiones cedidas). El ROA del sistema (incluyendo las inversiones cedidas) y el ROE del primer semestre del 2004 fueron de un 5,9% y un 49%, respectivamente, aunque estos porcentajes han disminuido por el impacto de la inflación, que marcó niveles anualizados de alrededor del 25% en el primer semestre del 2004. Incluso si se descuenta el factor de la inflación, la rentabilidad de los bancos venezolanos con el mejor desempeño aparece adecuado.

**Los elevados índices de patrimonio a activos se justifican por la volatilidad del ambiente**

La mejora en la rentabilidad y los menores dividendos en efectivo han compensado con creces el aumento de activos en el sistema bancario, preservando los amplios índices de actualización históricos de Venezuela. Para fines de junio del 2004 el índice de patrimonio a activos se mantenía en 14,4%, similar al nivel registrado a fines del 2003. A su vez, el índice de capital total ponderado con riesgo tipo Basle (según las pautas locales) fue de un 24% para el sistema bancario. Estos índices deben observarse en el contexto de una concentración moderada de activos fijos y en trámite de cobranza (21% para fines de junio del 2004). Los requisitos reguladores mínimos para los índices de patrimonio a activos y de activos ponderados a riesgo son de un 10% y un 12%, respectivamente. Se espera que los

bancos venezolanos mantengan bases de capital adecuadas en el mediano plazo, particularmente si son capaces de continuar generando una rentabilidad similar en el futuro, como se ha evidenciado durante los pasados años, lo que fortalece la generación interna de capital.

**Permanencia de Control de Tipo de Cambio**

El control cambiario implementado por las autoridades financieras desde febrero del 2003 ha disminuido sustancialmente la que históricamente fuera una fuente importante de ingresos para los bancos venezolanos. Después de la devaluación del 20% ocurrida en febrero del 2004, la tasa de cambio oficial permaneció fija en 1.920 Bolívares Venezolanos (VEB) por Dólar. Si bien es probable que ocurran más devaluaciones controladas, ya que ayudan a sostener las finanzas públicas y ajustan la sobrevaloración del VEB, esta fuente de ingreso se ha vuelto mucho menos predecible. En opinión de Fitch, es poco probable que los controles cambiarios se suspendan en el futuro cercano, sin embargo, debe destacarse que dicho control ha tenido un impacto limitado sobre los bancos, ya que las exposiciones cambiarias están concentradas en cartas de crédito y las obligaciones bancarias correspondientes, que han sido pagadas usando activos en moneda extranjera ya existentes.

**Importante Aumento de Liquidez**

Como resultado de los controles cambiarios, la liquidez del sistema bancario ha aumentado, ya que los depositantes se han visto forzados a mantener sus ahorros en Venezuela, en vez de llevarlos a bancos extranjeros, lo que solía ser el caso antes de que se estableciera esta medida. Aunque es poco probable, la posible suspensión de los controles de cambio podría eliminar el exceso de liquidez del sistema bancario.■

DESEMPEÑO DE LA BANCA CHILENA DURANTE 2004, PERSPECTIVAS DE CORTO PLAZO

*Eduardo Santibañez, Santiago, Chile*

La banca chilena muestra una evolución positiva durante los primeros nueve meses de 2004, con utilidades finales que sumaron \$518.364 millones (US\$854 millones) mayores en un 11% real a las de igual período de 2003. Lo anterior se tradujo en un aumento en el ROAA que llegó a 1,3% (desde 1,26% un año atrás) y el ROE que llegó al 17,7% (desde el 16,4% un año atrás). Las utilidades fueron impulsadas por aumentos en las ganancias netas por intermediación de inversiones financieras y otros activos (149,6% variación anual real), bajas en los gastos en provisiones (un 34,4% variación anual real, aunque en 2003 no están incluidas las recuperaciones de castigos), y un aumento algo menor en los ingresos netos por intereses y reajustes (2,7% variación anual real).

El aumento en los ingresos netos por intereses y reajustes reflejó el crecimiento experimentado por los activos productivos, especialmente las colocaciones que representan un 67% del total de activos ajustados y que exhibieron un crecimiento real del 7,5% real durante los primeros nueve meses de 2004 y de 9,9% en doce meses. El crecimiento de este agregado fue impulsado fundamentalmente por el crecimiento económico del país donde el PIB muestra a septiembre una variación de 5,6%. Al crecimiento que registra el sector exportador (11,6%) se suma el que ha tenido la demanda interna (6,2%), ampliándose prácticamente todos los segmentos de actividad económica. En la banca esto ha permitido expansiones en todos los segmentos, siendo las más significativas en consumo (34,3% real y 11,2% del total de colocaciones), vivienda (17,3% real y 19,7% del total de colocaciones), leasing (21,6% real y 4,2% de las colocaciones) y factoring (168,8% real y 0,5% de las colocaciones). Por su parte, las colocaciones comerciales (40% del total) han crecido un 7,2% real.

El margen de intermediación, no obstante,

se redujo a 3% (desde 3,1% a septiembre de 2003) producto de los menores niveles de tasa de interés e inflación. El spread en la banca corporativa se redujo significativamente y muchas corporaciones y multinacionales han refinanciado pasivos largos y han comenzado a financiar localmente parte importante de su capital de trabajo que normalmente se financiaba en los mercados externos. El impacto negativo esperado en los márgenes de intermediación fue en parte mitigado con la adecuada administración que hizo la banca de las carteras de activos y pasivos, donde ha jugado un rol muy importante el uso de productos derivados, cuya profundidad está en aumento.

La baja en los gastos en provisiones refleja la reducción general en los riesgos de crédito de los prestatarios al mejorar el crecimiento económico y reducciones de requerimiento en algunos grupos de deudores, como es un grupo de corporaciones y multinacionales localizadas en los sectores de energía e industria que normalizaron sus descalces de flujos alargando plazos y rebajando tasas y el sector construcción e inmobiliario que enfrenta una importante alza en la demanda impulsada por las bajas tasas de interés y ciertas exenciones tributarias. El ambiente de riesgo de crédito sigue mejorado lo que se refleja en un baja tanto en los saldos de cartera vencida (16,3%) que ahora representan un 1,4% de las colocaciones (1,82% un año atrás) y en las provisiones por riesgo de cartera que llegan a 2,05% de las colocaciones a septiembre de 2004 (versus 2,18% un año atrás).

El aumento en las ganancias netas por intermediación refleja la recuperación que tuvieron las ganancias por arbitrajes y valoración a precios de mercado de posiciones en instrumentos y monedas, en un escenario de mercado que mostró amplias variaciones intermensuales en las

tasas inflacionarias y caídas puntuales en las tasas de interés en algunos tramos de plazos, durante algunos meses. Esto permitió que el sistema recuperara los niveles de ganancias que obtuvo en el año 2002.

Los ingresos por comisiones se mantuvieron prácticamente inalterados en términos reales, reflejando la intensidad de la competencia en el segmento retail que está obligando a los bancos a reducir sus tarifas por servicios para privilegiar la fidelidad de sus clientes, así como en el segmento corporativo, donde muchos de los clientes que salieron de la banca han entrado a precios más bajos dada la abundante oferta de financiamiento interno a través de la emisión de bonos o externa mediante consorcios bancarios.

Los gastos de apoyo operacional aumentaron en forma marginal (3,1%) impulsados por las inversiones asociadas a tecnología y marketing. Las productividades en las áreas comerciales y de soporte siguen mejorando, sustentadas en altos niveles de inversiones en sistemas de información, tecnología y procesos realizados.

Las perspectivas para 2005 son en general positivas en materia de rentabilidades y riesgos ya que la banca probablemente seguirá recibiendo los beneficios de la expansión general de la economía. No obstante, a nivel de entidades particulares se estima que las diferencias de desempeño observadas en el 2004 se agudizarán, como resultado de la capacidad que éstas tengan para enfrentar la compresión de márgenes que se espera. Al respecto, Fitch estima que las entidades que defenderán mejor sus márgenes serán aquellas que tengan una mayor base de clientes activos, una oferta de productos y servicios de mayor calidad y diversificación, y que hayan logrado altos grados de cruce de productos y servicios. ■

marque su agenda:

### FITCH RATINGS SOVEREIGN HOTSPOTS

*bringing together investors  
and Fitch experts in  
sovereign ratings  
to discuss timely topics*

Warwick Hotel  
65 West 54<sup>th</sup> Street  
New York, NY 10019

February 8, 2005  
8:30AM – 12:30PM

**FitchRatings**

Copyright © 2005 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004.

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