

INFORMATIVO TRIMESTRAL LATINOAMERICANO

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

FUERTE CRECIMIENTO DEL MERCADO INMOBILIARIO MEXICANO

Adriana Beltrán

La industria inmobiliaria de México muestra un gran potencial de crecimiento, una tendencia favorable que Fitch ha incorporado en las clasificaciones del sector. La industria se ha vuelto más competitiva y estructurada. Los constructores han modificado sus estrategias con el fin de adaptarse a los cambios que presenta el mercado y los prestadores inmobiliarios se han mostrado muy dispuestos a entregar créditos. En el futuro, el crecimiento debiera continuar con este impulso proveniente de los cambios demográficos, una economía saludable y la buena oferta de créditos. Actualmente, Fitch clasifica a ocho desarrolladores del sector; de ellos, tres tienen clasificaciones privadas.

vea Fuerte Crecimiento Del Mercado Inmobiliario Mexicano en página 2

FITCH ACTUALIZA SOBERANO DE VENEZUELA

Morgan Harting

El 14 de noviembre del 2005, Fitch otorgó un alza a la clasificación de default del emisor en moneda extranjera del soberano de Venezuela, quedando ésta en 'BB-'. El crédito de Venezuela se encuentra cada vez más ligado al mercado petrolero, una tendencia beneficiosa dentro del actual ambiente de precios, pero que expone al país a un mayor riesgo financiero en caso de que el precio o la producción sufran una baja. Las autoridades han usado los ingresos adicionales provenientes del petróleo para aumentar el gasto, en un

Clasificaciones Fitch para Constructores Mexicanos

(A Noviembre 2005)

	Escala Nacional
Urbi	'A+' (mex)
Geo	'A' (mex)
Sare	'A-' (mex)
Ruba	'A-' (mex)
Hogar*	'AA-' (mex)**

*Valores respaldados por activos **Rating Watch Negativo. mex – Escala nacional Mexicana.

porcentaje que se estima en un 70% por sobre lo registrado durante los dos años anteriores, lo que mantuvo al gobierno central con déficit, aunque el sector público en general ha generado superávit de manera consistente. Se espera que dichos superávit hayan llevado al sector público a una posición de acreedor externo público neto a fines del 2005, a pesar del alza en la deuda externa pública bruta. Sólo tres de los otros 37 soberanos con grado especulativo son acreedores externos públicos netos.

vea Fitch Actualiza Soberano de Venezuela en página 4

EN ESTA EDICIÓN

Fuerte Crecimiento del Mercado Inmobiliario Mexicano 1

Fitch Actualiza Soberano de Venezuela..... 1

Sector Alimentos en Argentina: Mejora Calidad Crediticia Mediante las Exportaciones... 6

Autopista Interportuaria: Abriendo la Puerta a los Bonos No Asegurados de Financiamiento de Proyectos en Chile 7

Nuevas Reglas Tributarias para Fondos Mutuos Brasileños: Hasta Ahora, Mucho Ruido y Pocas Nueces... 9

Fitch Asigna Outlook Positivo a las Clasificaciones Soberanas de Perú..... 10

Enero 2006 • Volumen 1 • Edición 1

LINKS DE INTERES

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

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

FUERTE CRECIMIENTO DEL MERCADO INMOBILIARIO MEXICANO

viene de página 1

Factores que Impulsan el Crecimiento

Tendencias Demográficas

Positivas

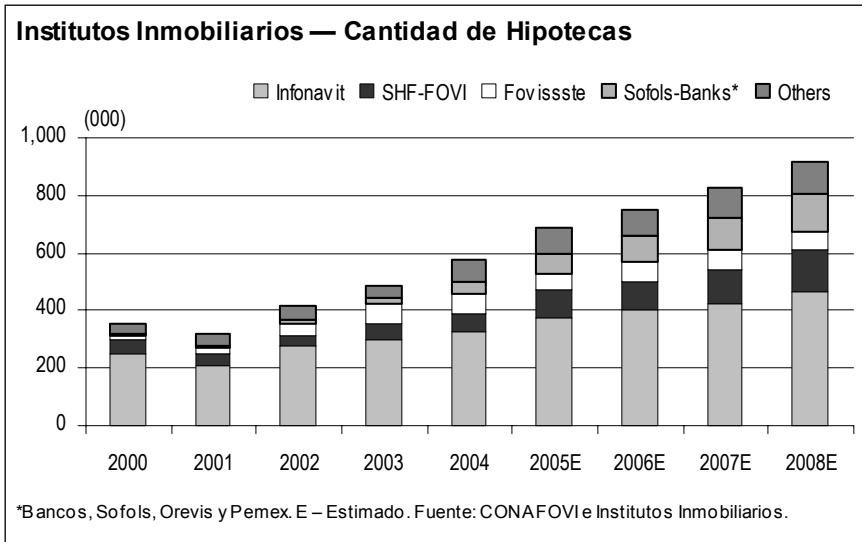
México tiene una población con una edad promedio de 25 años. Quienes compran casas tienen, generalmente, entre 25 y 50 años, y se estima que entre los años 2004–2020 se registrarán aproximadamente 43 millones de mexicanos en este rango de edad. A lo largo de los siguientes 20 años, se espera que la demanda impulse la construcción de entre 700.000–900.000 nuevas casas anualmente. El mercado de casas usadas y secundarias también puede experimentar un crecimiento importante.

Crecimiento de la Oferta de

Crédito

En el periodo 2005–2008, se espera que el CAGR en la cantidad de préstamos hipotecarios se ubique alrededor de un 12%. Los prestadores del sector (Instituto del Fondo Nacional de Vivienda para los Trabajadores [INFONAVIT], Sociedad Hipotecaria Federal [SHF], Fondo de la Vivienda del Instituto de Seguridad y Servicios Sociales de los Trabajadores del Estado [FOVISSSTE], los bancos, las Sociedades Financieras de Objeto Limitado [SOFOLS], etc.) han realizado un gran esfuerzo para obtener una mayor participación de mercado y por diversificar sus opciones de fondos con el fin de apoyar a sus clientes y brindarles mayores oportunidades para que obtengan préstamos hipotecarios. Estos esfuerzos representan un marcado cambio respecto a años anteriores, cuando existía una falta de fondos para otorgar préstamos hipotecarios. En México, las fuentes de financiamiento definen el tamaño y el poder de compra del mercado de manera más marcada que la demanda por viviendas en sí.

Recientemente, las agencias prestadoras y mutuales cuasi-gubernamentales (INFONAVIT, SHF, FOVISSSTE) han realizado reestructuraciones que debieran mejorar la oferta de créditos. En el año 2004, INFONAVIT (una organización no



gubernamental que maneja un fondo mutuo de préstamos y ahorros de trabajadores) entró por primera vez al mercado de deuda con dos emisiones de certificados bursátiles (CEDEVIS) clasificados AAA(mex) por Fitch. En el año 2005, INFONAVIT participó con tres emisiones más (una de ellas clasificada por Fitch). En el año 2004, INFONAVIT también comenzó a trabajar con bancos y SOFOLS para crear nuevos programas para clientes. Del mismo modo, INFONAVIT creó incentivos para que comenzaran a construirse hogares para el segmento con los ingresos más bajos de la economía del país.

El SHF (banco de desarrollo nacional, centrado en la población con menores ingresos) también ha estado reuniendo financiamiento activamente, con la emisión de ocho certificados bursátiles entre los años 2002 y 2004, clasificados AAA(mex) por Fitch.

Las SOFOLS (compañías financieras de propósito especial centradas en otorgar hipotecas al segmento de bajos ingresos) también se encuentran bien posicionadas para emitir más crédito, en opinión de Fitch. El sector se ha consolidado y ha extendido su presencia más allá de los accesibles préstamos básicos dirigidos al segmento medio del mercado. Además, las

SOFOLS han otorgado activamente préstamos para constructores de casas, con lo que han brindado otra fuente de crédito para estos deudores.

Los bancos comerciales tradicionales también han experimentado un rápido crecimiento al ingresar al extremo superior del accesible mercado básico. Históricamente, los bancos se han concentrado en el mercado mediano a alto; sin embargo, desde el año 2003, y muy marcadamente en los años 2004 y 2005, los bancos han estado ofreciendo más préstamos hipotecarios que antes, con mejores condiciones y procesos más simples.

FOVISSSTE (una institución para empleados del sector público que generalmente cofinancia junto a otras instituciones) se ha vuelto más transparente y eficaz en su objetivo de otorgar más préstamos a sus clientes. De tal modo, FOVISSSTE es otra opción de préstamos disponible, aunque su concentración en los trabajadores ISSSTE limita su efecto sobre el mercado total. Ciertos cambios registrados en la estructura de préstamos también han estimulado la demanda por hipotecas. En años recientes la tasa fija y las hipotecas a plazo han vuelto al mercado (tasa de interés anual del 12% y plazo a 30

vea Fuerte Crecimiento del Mercado Inmobiliario Mexicano en página 3

FUERTE CRECIMIENTO DEL MERCADO INMOBILIARIO MEXICANO

viene de página 2

años); estas estructuras no se habían visto desde los años 80s. Aunque no han resultado tan masivos como lo fueron hasta el año 1995 (antes de la crisis bancaria del país), han experimentado un alza notable en su crecimiento en los meses recién pasados. La habilidad para deducir los pagos de interés real del ingreso tributable ha hecho aún más atractivas las hipotecas para quienes quieren comprar casa.

Fortalezas Relativas de los Desarrolladores

En opinión de Fitch, algunos cambios en los modelos de negocios de los desarrolladores han consolidado su fortaleza y, por ende, la del sector.

Los constructores se han transformado en desarrolladores y vendedores, que sólo supervisan el proceso de construcción. Como tales, han concentrado sus esfuerzos en las ventas y el diseño, así como también en ofrecer un servicio diferenciado con valor agregado. Por ejemplo, en el año 2004 algunos constructores comenzaron a ofrecer casas accesibles básicas con seguro contra daños a la propiedad, un beneficio para el comprador. Los constructores también se benefician cuando venden seguros asociados, ya que acelera el plazo para que ellos reciban fondos del INFONAVIT.

Fitch piensa que los grandes desarrolladores se benefician con la presencia de equipos gerenciales experimentados, con sus propias estrategias de crecimiento y economías de escala. La mayoría de ellos sigue un camino de desarrollo conservador y consistente. Dentro de este grupo, la Desarrolladora Homex, S.A. de C.V. (Homex), ha mostrado un importante crecimiento en años recientes respecto a la venta de casas y resultados financieros. Los recientes esfuerzos de diversificación han ayudado aún más al sector. En la búsqueda de una base de ingresos más amplia y de mejores márgenes, los desarrolladores han modificado su mix de ventas. Impulsados por el actual ambiente económico, buscan expandir su participación en el mercado dentro del segmento medio y residencial. Además, los desarrolladores intentan reducir el riesgo de concentración,

OPIs de Capital

(\$ Mil.)

	<u>Monto</u>	<u>Fecha</u>
Sare	33	03/10
Urbi	154	04/5
Homex	146	04/6
Sare	65	05/9
OPIs – Oferta Pública Inicial.		

mediante la diversificación geográfica y la ampliación de sus carteras de productos.

Un factor clave para los constructores es la reserva de terrenos, y algunos participantes han efectuado avances en esta área. Como resultado de la escasez de terrenos en algunas regiones, además de la falta de una infraestructura apropiada y de las dificultades para conseguir permisos, las compañías comenzaron a aumentar sus reservas de terrenos hace algunos años. Los desarrolladores de casas buscan sitios donde la demanda inmobiliaria es alta y se aseguran de que las características de la locación se ajusten al tipo de casa que planean construir. De este modo, los costos se mantienen a un nivel competitivo. En el tercer trimestre del año 2005, la Corporación Geo, S.A. de C.V.; el Consorcio Ara, S.A. de C.V.; el Consorcio Hogar, S.A. de C.V.; Homex; Sare Holding, S.A. de C.V.; y Urbi Desarrollos Urbanos, S.A. de C.V. contribuyeron una reserva de terrenos suficiente para construir 694.642 unidades durante los próximos cuatro años. Esto representa un crecimiento del 7% respecto de fines del 2004.

Los importantes requerimientos de capital de los desarrolladores — un desafío clave en sus modelos comerciales — están siendo cubiertos por las SOFOLS, los bancos y los mercados de deuda y equity. Durante el proceso de construcción, los constructores deben buscar fondos para sus operaciones, ya que las ganancias se reciben sólo cuando las casas están terminadas y se venden. Algunas de las compañías que analiza Fitch tienen un acceso adecuado al financiamiento necesario para cubrir sus necesidades de capital. A lo largo de los

Constructores en el Mercado Inmobiliario Mexicano. Ventas Unidades

(%)

Geo*	8
Urbi*	5
Homex**	8
Ara*	4
Sadasi	4
Sare*	2
Pulte	2
Ruba	2
Metta	2
Hogar*	1
Demet	1
Otros	61
Total	100

*Compañías Públicas. **Incluye Casas Beta.
Fuente: Softec.

tres años anteriores, estas compañías han reunido US\$398 millones sólo en el mercado de equity.

Fitch piensa que el sector de construcciones de casas continuará estando fragmentado y compuesto por participantes de varios tamaños en el corto y mediano plazo. Con más de 2.000 participantes, es difícil alcanzar algún tipo de consolidación significativa. De tal modo, las transacciones similares a la fusión Homex–Controladora Casas Beta realizada el 2005, que creó el constructor de casas más grande de México (en cuanto a la venta de unidades), debiera ser la excepción y no la norma.

Riesgos de la Industria

El sector se encuentra expuesto a ciclos comerciales y condiciones económicas, y estos riesgos ya se encuentran incorporados en las clasificaciones de Fitch. Las condiciones recesionarias o las acciones gubernamentales podrían afectar adversamente el ambiente del mercado para los constructores, lo que a su vez, podría traducirse en el colapso de la demanda crediticia e inmobiliaria.

vea Fuerte Crecimiento del Mercado Inmobiliario Mexicano en página 4

FUERTE CRECIMIENTO DEL MERCADO INMOBILIARIO MEXICANO

viene de página 3

En opinión de Fitch, algunos de los riesgos que enfrenta el mercado incluyen los siguientes:

- Condiciones económicas adversas.
- Restricciones crediticias debido al déficit hipotecario.
- Alta dependencia de las políticas de la industria y el gobierno.
- Proceso largo y burocrático para obtener permisos para el uso del terreno y los procesos de construcción.
- Escasez de terrenos.
- Un largo ciclo de ventas para las casas terminadas.
- Alzas consistentes en la rotación de las cuentas por cobrar.

Los constructores, el gobierno, las entidades que otorgan crédito y los mercados de capital han trabajado en conjunto con el fin de estimular el crecimiento del sector inmobiliario. Será necesario que estas entidades continúen trabajando juntas — con todos los desafíos que ello implica — con el fin de mantener el dinámico ritmo de crecimiento que presenta el mercado inmobiliario. ■

FITCH ACTUALIZA SOBERANO DE VENEZUELA

viene de página 1

La actual acumulación de deuda pública bruta durante un alza en el precio del petróleo contrasta fuertemente con otros productores petroleros clasificados, como Azerbaijón (BB), Kazajstán (BBB-) y Rusia (BBB), que han usado una parte de las ganancias adicionales para reducir la deuda. Pero aún es posible que en el futuro Venezuela siga el ejemplo de estos países, ya que hasta el momento ha acumulado cerca de US\$14 mil millones en reservas internacionales y hasta US\$26 mil millones en otros fondos del sector público a lo largo de los pasados dos años, dejando al país bien posicionado para comenzar a realizar importantes repagos netos. Fitch espera que, mientras que los precios del petróleo se mantengan en los niveles actuales, las autoridades comiencen a recomprar deuda — una tendencia que ya puede haber comenzado — y que esto ayude al gobierno a proteger su posición financiera en caso que se produzca una baja en el precio del petróleo.

Los índices de deuda externa bruta y pública tienen una posición un poco mejor que otros soberanos dentro de la categoría BB, y los requerimientos de financiamiento también son algo menores. Incluso si el precio del petróleo sufriera una baja del 18% (lo que equivaldría a alrededor de una desviación estándar) en el 2006, y que ésta disminuyera un 10% más en el 2007, Fitch espera que los índices de deuda y liquidez de Venezuela se mantendrían en línea con los de sus pares. En ocasiones anteriores, las autoridades han respondido a la escasez de ganancias devaluando la moneda, con el fin de aminorar los déficit reduciendo la

carga de sus gastos, mayormente denominados en Bolívares, relativos a las ganancias del petróleo denominadas en dólares del sector público. Si bien seguiríamos esperando esta respuesta, el cálculo político que impulsa una decisión de este tipo puede haber cambiado de tal manera que las autoridades podrían estar más inclinadas a extender sus ajustes para incluir a los tenedores de bonos locales y externos. El gobierno sirvió su deuda durante el duro periodo del paro nacional y el cierre de las petroleras del 2002–2003 y la asociada caída en las reservas internacionales, lo que sugiere que las relaciones con los acreedores seguirían siendo una prioridad en tiempos difíciles. Sin embargo, la postura del gobierno respecto al sector privado ha tomado una tendencia más marcada de confrontación desde entonces, lo que hace difícil descartar las incertidumbres acerca de la voluntad.

Si bien la tendencia general entre los mercados emergentes a lo largo de años anteriores ha estado más orientada hacia el mercado y la mejora de la transparencia, Venezuela ha recorrido un camino único que su Presidente, Hugo Chávez, llama “socialismo para el siglo 21”. Este camino incluye la expansión de los programas sociales, imponiendo mayor control estatal sobre la economía y centralizando el poder en la rama ejecutiva. Los controles de precios, las restricciones sobre el cambio extranjero, el embargo de propiedades, las operaciones cuasifiscales en compañías estatales, además de los préstamos bancarios dirigidos, han reemplazado los

mecanismos del mercado para guiar la ubicación de recursos en varias esferas.

Las relaciones oficiales con importantes socios comerciales e inversionistas, tales como Colombia y los Estados Unidos, se han vuelto más tensas, mientras que los lazos con Cuba, Irán y los grupos de oposición ubicados en la región de Latinoamérica se han fortalecido. Los plazos de tiempo y la consistencia de los datos financieros públicos se han deteriorado y actualmente se encuentran por debajo de otros soberanos clasificados en BB, en particular aquellos con niveles comparables de deuda de mercado pendiente.

La mayor dependencia del petróleo y el control centralizado de la economía debilitan la habilidad de la economía y las finanzas públicas para ajustarse a los impactos. Fitch piensa que esta tendencia hará aumentar el ya alto grado de volatilidad de las exportaciones y las ganancias de Venezuela en relación a sus pares. Desde la perspectiva del crédito, esto implica una necesidad de mantener niveles más altos de liquidez para apoyar la misma situación de crédito. La barra ha sido elevada aún más debido a las incertidumbres relacionadas con los controles de capital, que mantienen las reservas internacionales en niveles artificialmente altos y que estas restricciones deberán relajarse. En términos de liquidez externa, Venezuela parece cumplir con este requisito: el índice de liquidez internacional del 207% para el 2006 se ubica cómodamente por sobre la

vea Fitch Actualiza Soberano de Venezuela en página 5

FITCH ACTUALIZA SOBERANO DE VENEZUELA

viene de página 4

media de la categoría BB del 135%, aunque cuatro otros soberanos ubicados en esta categoría exceden este nivel por un margen significativo. Una corrida de reservas de magnitud similar a las vistas durante los periodos de crisis llevaría el índice de liquidez al nivel de la media BB.

El alza de los indicadores clave de Venezuela, relacionada con el precio del petróleo, amerita un alza en la categoría de clasificación, pero no implica que exista una historia subyacente dinámica que indique una mejora continua. Fitch espera que los precios promedio del petróleo se mantengan a lo largo del 2006, pero asume que se producirá un declive del 10% en el precio en el 2007. A medida que los precios se tambalean, es probable que la economía caiga en recesión, debido a que no se anticipa un alza compensatoria en los volúmenes de producción petrolera y además por que el sector no relacionado con el petróleo se encuentra en una mala posición para compensar las entradas perdidas del petróleo. Es probable que las salidas desde la cuenta de capital se aceleren y que el déficit aumentaría debido a que sería políticamente difícil reducir los gastos de manera proporcional con las entradas perdidas, lo que incluso permitiría obtener algún beneficio fiscal con la devaluación. A medida que las inversiones gubernamentales se limitan, es probable que las tensiones políticas aumenten. No obstante la probabilidad que se presente este escenario, la habilidad de Venezuela para servir la deuda por sobre el horizonte de la clasificación parece consistente con otros soberanos ubicados en la categoría BB. Las interrogantes respecto a la voluntad de servicio de deuda en el futuro siguen siendo una preocupación, aunque no lo suficiente como para transformarse en una limitante para el nivel BB. Con la excepción de sólo tres de ellos, los 17 créditos clasificados BB han caído en default desde el año 1980; más de la mitad de ellos, desde 1990.

Fitch mantiene las mismas clasificaciones de default de emisor en moneda extranjera y local para Venezuela, porque percibe que la habilidad y la voluntad de servicio de

cada categoría de deuda se encuentran en niveles similares. La capacidad limitada del mercado de deuda local limita el poder de colocación del gobierno. Los valores gubernamentales ya representan cerca de la mitad de los balances bancarios y el grado de monetización es bajo. Cuando las autoridades han enfrentado grandes vencimientos en el corto plazo en el mercado local en años reciente, han empleado mecanismos de cambio basados en el mercado para refinanciar, pero los enfoques más coercitivos no se pueden descartar. El gobierno cayó en default con sus Letras del Tesoro denominadas en moneda local en los años 1995 y 1998.

La calidad crediticia de Venezuela mejoraría si se implementaran políticas idóneas para reducir su vulnerabilidad a las fluctuaciones en el precio de petróleo. Sería beneficioso revivir un mecanismo de estabilización basado en reglas con el fin de mitigar el efecto de la volatilidad del precio del petróleo sobre las finanzas públicas y la balanza de pagos. También es importante que se den pasos para reducir la intervención estatal en la economía con el fin de mejorar la habilidad del sector privado para absorber impactos. Se anticipan repagos de la deuda pública neta en el actual análisis de clasificación, aunque un proceso más rápido para eliminar deudas apoyaría la calidad crediticia. Respecto a las potenciales fuentes de presión a la baja sobre el crédito, el declive del precio del petróleo es un elemento central en la mayoría de estos escenarios. Las bajas en los precios dentro de los niveles históricos no debieran dañar la posición crediticia de Venezuela en sí; son las políticas que se apliquen en respuesta a un evento como este las que resultarán de suma importancia. Será

importante vigilar qué tan rápido se ajustan las finanzas públicas a las menores ganancias, así como la manera en que se logra dicho ajuste. Las respuestas que enfatizan las reducciones de gastos enfocadas en vez de un ajuste general a los niveles reales de gastos mediante la inflación soportarían el crecimiento económico y la sustentabilidad fiscal. Fitch también se encuentra vigilando la tendencia al alza en la interferencia en los contratos y los derechos de propiedad privados, provocada por la incertidumbre presente, y que también podría extenderse a intentos por alterar los términos de los acuerdos de deuda gubernamentales.

Se espera que el crecimiento económico se desacelere en el 2006, debido a que la producción petrolera no sufrirá cambios y que los precios se estabilizan cerca del promedio presente en el año 2005. El consumo y las inversiones deberían seguir impulsando la expansión, aunque a un ritmo más lento y con una demanda por importaciones que estanca el crecimiento general. A medida que los precios del petróleo bajan a fines del año 2006, se espera que los sentimientos de consumidores e inversionistas se tornen más pesimistas, causando finalmente un declive para ambos, que podría llevar la economía a una recesión moderada en el año 2007. La baja en las ganancias asociadas al petróleo reduciría las ganancias fiscales, impulsando a las autoridades a devaluar la tasa de cambio y aumentar la inflación con el fin de corregir los balances gubernamentales. Es probable que estas señales de inestabilidad produjeran una fuga de capital incremental, lo que reduciría el ritmo de acumulación de reservas. ■

Desempeño Económico y Outlook
(%)

	2002	2003	2004E	2005P	2006P	2007P
PIB Real	(8.9)	(7.7)	17.9	8.0	5.0	(0.4)
Inflación IPC (Promedio Anual)	22.4	31.1	21.7	17.6	16.5	23.5
Balance de Presupuesto (PIB)	(3.6)	(4.4)	(2.0)	(2.7)	(4.4)	(5.6)
Cuenta Corriente (de PIB)	8.2	13.7	12.7	14.1	8.3	7.1

PIB – Producto Interno Bruto. IPC – Índice de Precios al Consumidor. E – Estimado. P – Proyección.

SECTOR ALIMENTOS EN ARGENTINA: MEJORANDO SU CALIDAD CREDITICIA MEDIANTE EXPORTACIONES

Matias Maciel, Dolores Teran

En opinión de Fitch Ratings, la capacidad de las compañías de alimentos de acceder a nuevos mercados y aumentar sus exportaciones es un factor positivo para su calidad crediticia. La diversificación de ingresos y la generación de fondos en moneda dura son altamente valoradas, dado que mitigan la dependencia del mercado interno y ayudan a las compañías a afrontar sus deudas en moneda extranjera.

Tras la crisis del año 2002, las empresas argentinas de alimentos debieron adaptarse rápidamente al brusco cambio en las reglas de juego. Las características de su mercado objetivo se han modificado, con un poder adquisitivo debilitado, lo cual afectó los hábitos de consumo en términos de canales de distribución y mix de productos. La devaluación del peso argentino afecta a las compañías del sector de distinta forma. La competitividad ganada por el mayor tipo de cambio, el achicamiento de los márgenes producto de los mayores costos de producción con insumos mayormente dolarizados, su impacto sobre deudas financieras contraídas en dólares, así como el regreso de la inflación y las retenciones impositivas a las exportaciones constituyen factores que inciden fuertemente en las empresas del sector.

Apuntando al Mercado Externo

Aunque el mercado argentino está mostrando señales de recuperación, Fitch considera que una orientación exportadora permitirá que las compañías de alimentos alcancen una mejor posición competitiva y una mejora en la calidad crediticia.

Con la devaluación del peso, los productores argentinos han ganado competitividad en los mercados internacionales. Las exportaciones se convirtieron en un objetivo importante y las empresas del sector alimentos, tradicionalmente orientadas al mercado interno, no fueron ajenas a esta tendencia. La diversificación de los ingresos como producto de mayores exportaciones surge

también como una necesidad de las empresas de mitigar el descalce de monedas registrado en sus estados financieros, dada su generación de fondos en moneda local frente a pasivos financieros tomados en moneda extranjera en tiempos de Convertibilidad. Asimismo, las empresas del sector orientaron porcentajes crecientes de su producción hacia el mercado externo a fin de contrarrestar parcialmente el incremento de sus costos de producción, particularmente cuando el traslado a precios del mayor costo en pesos de sus materias primas dolarizadas se encuentra limitado por la demanda doméstica.

La exportación de sus productos les permitió acceder nuevamente y de forma más rápida al mercado crediticio, básicamente mediante líneas de prefinanciación de exportaciones. Esto les permitió financiar sus necesidades de capital de trabajo, en un momento en el que el sistema financiero se encontraba cerrado para las empresas. Alternativamente, a la hora de invertir en ampliación, adquisición o modernización de activos fijos, la mayoría de las empresas del sector han recurrido al capital propio. Esto obedece a una tendencia general al desendeudamiento, observada en la economía argentina. Fitch prevé que esta tendencia se revierta gradualmente en el futuro, a través de un lento retorno de las compañías al mercado de capitales, no representando un mayor riesgo para el sector.

Mejora Gradual del Mercado

Local

Recientemente, las compañías de alimentos han visto cómo sus márgenes de ganancias locales muestran una gradual recuperación, y Fitch espera que esta tendencia continúe. A medida que los salarios reales se recuperan y los precios promedio de venta aumentan (debido a un mix de productos con mayor valor agregado), los márgenes locales debieran beneficiarse. No obstante,

en opinión de Fitch, la mayor parte de la recuperación de los márgenes locales ya se ha registrado y tomará más tiempo conseguir las futuras ganancias.

La crisis económica tuvo un profundo efecto sobre los consumidores locales, y un efecto inicialmente negativo sobre los márgenes de las compañías. Con un 38% de la población del país viviendo bajo la línea de pobreza (una cifra elevada históricamente), la venta de segundas marcas ha mostrado un fuerte crecimiento como porcentaje del total de ventas. Esto motivó que si bien las compañías mantenían, o inclusive incrementaban el volumen de ventas, lo hacían con un menor precio promedio y por lo tanto menores márgenes. A partir de 2004, se registra una continua recuperación de las primeras marcas, registrando a Septiembre 2005 un crecimiento promedio en las ventas de +10% año a año, basado en información de Fitch.

Los Desafíos que Quedan

Aunque los márgenes de rentabilidad de las compañías de alimentos se están recuperando, el margen promedio del sector (12% sobre ventas) observado en las compañías calificadas por Fitch sigue estando por debajo del 15% promedio con que contaran en el 2001. Uno de los desafíos clave que enfrentan los márgenes es la estrecha relación entre los costos de producción y los precios denominados en dólares de las materias primas. A medida que el peso se debilita, los márgenes se contraen, ya que las compañías de alimentos no pueden traspasar todo el efecto del alza en los costos a los consumidores locales. Con el fin de compensar este efecto parcialmente, las empresas argentinas del sector han comenzado un proceso de sustitución de importaciones para ciertos insumos, lo que ha beneficiado los márgenes. La lenta recuperación de los márgenes se fortalecerá a medida que el poder de compra de los consumidores mejora y la economía local

SECTOR ALIMENTOS EN ARGENTINA: MEJORANDO SU CALIDAD CREDITICIA MEDIANTE EXPORTACIONES

viene de página 6

se estabiliza. Estos factores deberían producir una mejora en el mix de ventas, así como un lento reajuste de los precios locales.

El gobierno, los aumentos salariales y el mayor costo de ciertos servicios continúa presionando la rentabilidad corporativa. El gobierno, con el fin de limitar el traslado del mayor precio de exportación a los precios internos, decidió reimplantar durante 2002 las retenciones impositivas a las exportaciones. No obstante, en el periodo enero — septiembre 2005, los precios internos de los productos alimenticios mostraron un alza promedio del 10%–15%, mientras que los salarios,

ciertos servicios y la energía mostraron un crecimiento promedio del 16,5%.

El gobierno también ha anunciado la eliminación de los reintegros a las exportaciones, con un costo estimado de \$100 millones para el sector (un monto que Fitch considera manejable). Este recorte llegó como respuesta al creciente enfoque de las empresas del sector hacia los mercados extranjeros, lo que redujo el abastecimiento de productos locales y generó alzas en los precios. Al eliminar los reintegros de exportaciones sobre 200 productos alimenticios básicos, el gobierno redujo un incentivo fiscal para exportar. Fitch estima que el efecto final de esta

medida aún no es claro, dado que si bien por un lado desincentiva las exportaciones, por otro también estaría impulsando un alza de precios para compensar la pérdida de ingresos.

Dentro de un ambiente macroeconómico estable, Fitch estima que las empresas del sector alimentos continuarán con la recuperación de sus márgenes y volúmenes de venta observada en los últimos años, la cual estaría acompañada por precios internacionales de materias primas sostenidos debido a una creciente demanda internacional. De tal modo, la Perspectiva de Fitch para el sector es positiva. ■

AUTOPISTA INTERPORTUARIA: ABRIENDO LA PUERTA A LOS BONOS NO ASEGURADOS DE FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS EN CHILE

Cristián Fuenzalida

Fitch considera que la recién analizada transacción de Autopista Interportuaria (AI) (clasificación A+[ch1]) debiera imponer un tono más positivo para los inversionistas de bonos no asegurados, permitiéndoles participar en la segunda generación de proyectos de infraestructura en Chile. El mercado de capitales de Chile han necesitado de varios años para abrirse a los

instrumentos no asegurados de deuda para carreteras con riesgo de tráfico. Al se considera como la primera emisión de bonos que incorpora el riesgo de tráfico entre sus principales componentes. Pero, incluso con el riesgo de tráfico no asegurado, la transacción recibió una clasificación de riesgo de A+(chl), debido a la efectiva manera en que se manejará el riesgo de tráfico, en opinión

de Fitch. De tal manera, pensamos que la emisión de AI crea un modelo para este tipo de transacciones en el futuro.

En la estructura, la Sociedad Concesionaria Autopista Interportuaria S.A. (SCAI), subsidiaria de la compañía constructora chilena Besalco S.A. (clasificada BBB+[chl] por Fitch Chile), actúa como concesionario y emisor de

Índices Cobertura Servicio Deuda — Caso Base y Caso de Stress de Fitch

(x)

Escenario	Descripción	Sección 1		Sección 2	
		Mínimo	Promedio	Mínimo	Promedio
Caso Base Fitch	Ciclo económico con caída máxima del PIB de un 1%; costos de operación y mantenimiento aumentan 5% dos años después de la emisión; costos de mantenimiento mayor aumentan 15%; aumento total real precios de combustible al 2020, 18,5%.	1.21	1.43	1.38	1.75
Fitch Stress 1	Ciclo económico con una baja máxima del PIB del 5%; aumento total real en precios de combustible al 2020, 30%.	1.19	1.40	1.22	1.57
Fitch Stress 2	Ciclo económico con una baja máxima del PIB del 13%; aumento total real en precios de combustible al 2020, 30%.	1.18	1.34	0.75	1.19
Fitch Stress 3	Ciclo económico con una baja máxima del PIB del 1%; costos de operación y mantenimiento aumentan 5% dos años después de la emisión y otro 5% cada dos años; costos de mantenimiento mayor aumentan 30%.	1.21	1.42	1.26	1.55
Fitch Stress 4	Stress combinado: ciclo económico con una baja máxima del PIB del 5%; aumento total real en precios de combustible al 2020, 30%; costos de operación y mantenimiento aumentan 5% dos años después de la emisión y otro 5% cada dos años; costos de mantenimiento mayor aumentan 30%.	1.19	1.36	1.02	1.34

PIB— Producto Interno Bruto.

vea Autopista Interportuaria: Abriendo la Puerta a los Bonos No Asegurados de Financiamiento de Proyectos en Chile en página 8

AUTOPISTA INTERPORTUARIA: ABRIENDO LA PUERTA A LOS BONOS NO ASEGURADOS DE FINANCIAMIENTO DE PROYECTOS EN CHILE

viene de página 7

bonos. Las ganancias originadas en esta transacción refinanciarán la deuda a (ubicada al sur de Santiago), además de permitir que los camiones lleguen más rápidamente a los puertos de la región. El trabajo de construcción se completó satisfactoriamente en mayo del 2005, lo que permitió que el cobro de tarifas comenzara el 28 de mayo del 2005.

Autopista Interportuaria: Un Riesgo de Tráfico bien manejado con Índices de Cobertura Satisfactorios

En opinión de Fitch, los principales riesgos de la transacción AI, que incluyen la volatilidad de los ingresos relacionados con el tráfico y el riesgo de sobrepasar los gastos operacionales (además de otros), se han visto mitigados y disminuidos a un nivel consistente con la clasificación A+(chl) asignada. Estos riesgos se encuentran parcialmente cubiertos con la existencia de ingresos altamente predecibles para los primeros cinco años del bono, debido a los flujos provenientes de la Resolución DGOP (instrumento usado por el Ministerio de Obras Públicas [MOP] para pagar obras complementarias) y los subsidios fijos del MOP, incorporados en el contrato de concesión.

A partir del año 2011, los flujos proyectados para AI se combina con un bajo nivel de deuda para generar índices de cobertura de servicio de deuda (DSCRs) consistentes con la clasificación asignada, que resultan satisfactorios incluso bajo escenarios de stress severo, con valores sobre las 1,0 veces (x) para cada año. Cabe mencionar que en los escenarios muy pesimistas, otras mejoras crediticias disminuyen los riesgos. La estructura de la transacción también incorpora varias cuentas de reserva (para servicio de deuda, operación y mantenimiento y obras de

largo plazo y con tasa fija de la concesión. El principal objetivo de esta mantenimiento importantes, entre otras) que permiten la entrega de fondos en escenarios que han sido analizados por Fitch. Se debe considerar que Fitch no ha analizado todos los escenarios.

Riesgos Operacionales Mitigados

Aunque la administración y el mantenimiento de la carretera será manejado por compañías con poca experiencia en el área, Fitch piensa que el riesgo es mínimo, ya que la operación es simple. No obstante, para aminorar este riesgo, la estructura incorpora: i) boletas de garantías bancarias; ii) la presencia de un inspector del MOP que asegure que el proyecto sigue los requerimientos del contrato de concesión; iii) monitoreo por parte de SCAI; y iv) la participación directa de la compañía Central Parking System Chile en el manejo de la carretera con peaje. Estos elementos reducen el riesgo de la falta de cumplimiento con el contrato de concesión producido por una administración con falencias.

La estructura financiera también incluye provisiones para los tenedores de bonos, como prenda especial de concesión, una prenda comercial sobre las acciones de la compañía concesionaria y restricciones sobre los dividendos y la distribución de capital, entre otros. Las pólizas de seguros cubren el riesgo de construcción, responsabilidad civil e interrupción de negocios en el caso que un evento catastrófico deteriore más los factores mitigadores de la transacción.

Es esta bien pensada estructura que sustenta la transacción AI, crea un modelo para el resto del sector de financiamiento de proyectos, en opinión de Fitch. Mientras que la incertidumbre que rodea los flujos de

carretera es reducir el tráfico en el área urbana de la ciudad de Concepción tráfico influye la clasificación del instrumento, este riesgo se puede contrabalancear de manera efectiva con los subsidios gubernamentales, los DSCRs adecuados, las cuentas de reserva especial y las protecciones contra el riesgo operacional. Ahora que AI ha fijado el tono, Fitch espera ver más transacciones de proyectos de financiamiento similares en el futuro cercano. ■

Detalles de la Transacción

Emisor: Sociedad Concesionaria Autopista Interportuaria S.A.
País: Chile.
Tipo de Instrumento: Bono emitido en unidades de fomento (UF, medida financiera que incluye la inflación)
Cantidad: Serie A, UF990.000.
Tasa de Interés: Tramo A, UF + 4,25%.
Vencimiento: 30 de junio, 2030.
Frecuencia de Pagos: Anual, comenzando el 30 de junio de 2006, hasta el 30 de junio de 2011; pagos semianuales desde el 31 de diciembre de 2011, hasta el 30 de junio de 2030.
Fuentes de Repago: Subsidios, Resolución DGOP, ingreso de peajes.
Provisiones de valores: Prenda especial de concesión; cuenta de reserva para servicio de deuda; operaciones y mantenimiento; mantenimiento importante; seguros para catástrofes; responsabilidad civil e interrupción de negocios.
Auspiciador: Besalco Concesiones S.A. y Besalco S.A.
Estatus del Proyecto: En operación.
Administración y Custodia: Banco Santander Chile.
Representante del Tenedor de Bonos: Banco BBVA Chile.

Características de la Concesión

Tipo: Construcción, operación y transferencia.
Mandante: Ministerio de Obras Públicas de Chile (MOP).
Marco de Tiempo: 378 meses (31,5 años), desde el 20 de abril de 2002, hasta el 20 de octubre de 2033.
Cantidad Invertida Aproximada: UF1 millones (US\$34,3 millones).

NUEVAS REGLAS TRIBUTARIAS PARA FONDOS MUTUOS BRASILEROS: HASTA AHORA, MUCHO RUIDO Y POCAS NUECES

Renato Aguiar, Maria Rita Gonçalves

Desde enero del 2004 hasta el primer trimestre del 2005, el ambiente regulador de la industria de fondos mutuos de Brasil experimentó grandes cambios que Fitch Ratings considera positivos, ya que brindan mayor transparencia y protección a los pequeños inversionistas. No obstante, los cambios tendrán un efecto limitado sobre el espectro competitivo en el corto plazo. Esta situación se debe a tres factores principales: i) el alto porcentaje de valores gubernamentales en los fondos administrados del país limita la diferenciación de retornos entre las administradoras; ii) una transferencia significativa de fondos sólo podría ocurrir en octubre del 2006; y iii) actualmente las inversiones a corto plazo enfrentan mayores cargas tributarias, pero sin ninguna ventaja fiscal adicional que les permita competir con otros productos de inversiones, como ha sido el caso en el pasado.

En opinión de Fitch, el asunto de la estabilidad macroeconómica sigue siendo uno de los mayores impulsores para la rentabilidad de los administradores de activos. Mientras que las necesidades de financiamiento del gobierno federal mantengan las tasas de interés altas y atractivas, no existe un gran atractivo para correr riesgos en el sector privado. Actualmente, la mayor cantidad de los activos de la industria se sigue invirtiendo en valores gubernamentales federales a pesar de haber conseguido algunos avances durante la década pasada. En consecuencia, los medios para mejorar la rentabilidad de los productos es limitada. Por el momento, los administradores de activos enfrentan una mayor competencia de los productos bancarios tradicionales.

Cambios Regulatorios y sus Falencias

De todos los cambios regulatorios presentados, aquellos con consecuencias tributarias han recibido especial atención por parte de los inversionistas debido a la alta carga tributaria existente en Brasil. Las leyes

Tasas Tributarias de Ingresos Gravadas en Fondos*

(Como % de retornos del Fondo)

Tiempo en que Dineros permanecen en Fondos Mutuos	Vencimiento dentro de 365 Días**	Vencimiento a más de 365 Días**
Hasta Seis Meses	22.5	22.5
De Seis Meses a Un Año	20.0	20.0
De Uno a Dos Años	20.0	17.5
Más de Dos Años	20.0	15.0

*De Acuerdo a las Leyes Brasileñas 11.033 y 11.053. **Vencimiento promedio de carteras.

11.033 y 11.053 de diciembre del 2004, por ejemplo, cambiaron la manera en que las tasas de impuestos a la renta (IR) se aplican a las transacciones de los mercados financieros y de capital, con el fin de favorecer a aquellos que mantienen sus fondos invertidos por más tiempo y aquellos fondos mutuos con vencimientos más largos (consultar la tabla de Tasas de Impuestos a la Renta en la parte superior del texto). De tal modo, el objetivo de estos cambios era alentar el ahorro a plazos más largos, además de alargar la duración de la deuda gubernamental, ya que la industria de administración de activos mantiene una parte importante en su propiedad.

La mayor parte de la industria optó por extender los vencimientos de la cartera en los primeros meses posteriores a la implementación de estas leyes, aumentando el vencimiento promedio de los valores gubernamentales a tasa fija de 5,6 meses en diciembre del 2004 a 9,3 en septiembre del 2005, y de aquellos ligados a la tasa básica Selic (tasa promedio de financiamiento ajustada registrada por Sistema Especial de Liquidação e de Custódia) desde los 17,5 meses en diciembre del 2004 a 19,2 en septiembre del 2005.

Basándose en un análisis de las pautas de inversión de fondos mutuos después de la implementación de las leyes 11.033 y 11.053, parece que los administradores de activos ven los cambios tributarios de manera favorable. La menor tasa tributaria para las inversiones a mediano plazo les permitió obtener inmediatamente mayores retornos sobre los fondos con vencimientos promedio de más de

un año, con lo que se beneficiaron sus actividades de marketing. De tal modo, el alza en los retornos a mediano plazo ayudó a transformar estas inversiones en algo más atractivo, a pesar del hecho que la volatilidad a corto plazo puede afectar negativamente a la industria, como ya ha ocurrido en el pasado.

Los nuevos tramos de impuestos a la renta desalientan progresivamente las transferencias de recursos a corto plazo, una paradoja considerando otro cambio que se introdujera con la creación de la cuenta de inversiones. Uno de los objetivos de esta cuenta de inversión es la estimulación de la competencia en la industria, por medio de la eliminación del impuesto a transacciones financieras (conocido como contribución provisional sobre las transacciones financieras [CPMF]) sobre las transferencias interproducto. El impuesto CPMF, que compone el 0,38% del dinero de cada transacción, pesa sobre la mayoría de las transacciones financieras en Brasil.

Uno de los asuntos clave de la exención CPMF es que sólo comenzará a afectar a la industria de manera significativa en octubre del 2006. Actualmente, la exención sólo aplica a los fondos invertidos en las nuevas cuentas después de octubre del 2004, y éstos representan sólo una pequeña parte de los activos de la industria. Los activos invertidos antes de octubre del 2004 deberán esperar hasta octubre del 2006 con el fin de recibir el incentivo de la exención. En ese momento, Fitch espera que la competencia entre los administradores de activos se intensifique.

NUEVAS REGLAS TRIBUTARIAS PARA FONDOS MUTUOS BRASILEROS: HASTA AHORA, MUCHO RUIDO Y POCAS NUECES

viene de página 9

Los Factores Competitivos y Macroeconómicos Seguirán Impulsando la Industria

Fitch piensa que los asuntos competitivos y macroeconómicos jugarán un papel más destacado en la industria en el corto plazo. En particular, los administradores de activos necesitan encontrar maneras de decompetir de manera efectiva con los productos de inversión bancaria tradicionales y encontrarse preparados para el prospecto de las primas más bajas relacionadas con los valores gubernamentales. El mayor crecimiento de los préstamos a lo largo de los dos años anteriores ha aumentado las necesidades de financiamiento de los bancos. Como resultado de lo anterior, han aumentando sus tasas de financiamiento, así como los esfuerzos que realizan para vender instrumentos tales como los depósitos a plazo.

Los esfuerzos realizados por los bancos parecen estar ganando terreno en relación a los fondos mutuos. En el año 2005, las acciones de los activos de los fondos no mostró un crecimiento real, aumentando sólo un poco de acuerdo a la apreciación de la tasa de depósitos interbancaria (CDI, 14%) hasta el tercer trimestre del 2005. Mientras que los depósitos a plazo que no pertenecían a los fondos alcanzaron dos veces ese nivel de crecimiento. Para septiembre del 2005, los activos pertenecientes a fondos alcanzaron US\$304,2 mil millones, o un 36% del PIB.

El crecimiento de los activos administrados también se vio negativamente afectado por las incertidumbres que rodearon la tributación de

Composición Total de Fondos de Inversión y Carteras Administradas en Brasil

(%)

Tipo de Activo	05/9	04/12
Acuerdos de recompra	10.5	13.2
Respaldados por Valores Gubernamentales Federales	9.6	11.8
Respaldados por Valores Privados	0.9	1.4
Valores Gubernamentales Federales	60.3	59.0
Certificados Bancarios de Depósitos	10.4	8.4
Bonos sin Garantía	4.1	2.8
Acciones	10.6	11.2
Otros	4.1	5.4

Fuente: Asociación Nacional de Bancos de Inversión (Anbid).

los productos abiertos de pensiones durante el año 2005. Esta incertidumbre limitó considerablemente el crecimiento de los activos de pensiones, los que se habían mostrado muy dinámicos, debido a los mayores preocupaciones presentes en la sociedad respecto a los ingresos para jubilaciones.

En opinión de Fitch, uno de desafíos competitivos clave que enfrentan los administradores de activos es la creación de productos verdaderamente diferenciados. Los administradores de activos han expandido gradualmente la oferta de productos nuevos y más sofisticados a lo largo de los pasados 10 años, lo que les ha permitido cobrar costos por manejo más atractivos, además de aumentar sus márgenes. Fitch ve este comportamiento como algo positivo, pero las altas tasas de interés que paga el gobierno aún atraen la mayor parte de los activos de la industria.

Como resultado de lo anterior, Fitch piensa que en el corto a mediano plazo, no ocurrirá un cambio significativo en los perfiles de inversión de esta industria, a pesar del alza en la presión competitiva entre productos (consultar tabla de Composición Total en la parte superior del texto).

Conclusión

Con todo, la opinión de Fitch respecto a los cambios reguladores es positiva, incluso si su efecto inmediato es limitado. Pensamos que es fundamental que el gobierno incentive un ambiente más competitivo, no sólo mediante las acciones reguladoras, sino que por medio de la creación de un ambiente macroeconómico saludable. Finalmente, las tendencias económicas más saludables debieran hacer bajar las tasas de interés y estimular una gama de productos más diversa. ■

FITCH ASIGNA OUTLOOK POSITIVO A LAS CLASIFICACIONES SOBERANAS DE PERÚ

Theresa Paiz-Fredel

Fitch asignó Outlook Positivo desde Estable a las clasificaciones del soberano de Perú. Esta acción se aplicó a las clasificaciones a largo plazo en moneda extranjera y local del país, 'BB' y 'BB+', respectivamente. La acción refleja las

tendencias favorables que tiene Perú en su balanza de pagos, así como las dinámicas de su deuda pública y externa. Además, el reciente prepago de deuda al Paris Club y otras operaciones basadas en el mercado han reducido significativamente los riesgos

de refinanciamiento en el mediano plazo. No obstante, siguen existiendo importantes obstáculos para que el país siga subiendo en la escala de las clasificaciones.

vea Fitch Asigna Outlook Positivo a las Clasificaciones Soberanas de Perú en página 11

FITCH ASIGNA OUTLOOK POSITIVO A LAS CLASIFICACIONES SOBERANAS DE PERÚ

viene de página 10

Un PIB robusto y el crecimiento de las exportaciones apoyan la calidad crediticia del soberano de Perú y debieran brindar una protección adecuada para enfrentar cualquier posible impacto negativo, ya sea relacionado con las elecciones o algún factor externo. El impacto de los términos comerciales positivos ha contribuido a un crecimiento en las exportaciones excepcionalmente alto, lo que combinado con el fuerte crecimiento de las inversiones y un fortalecimiento de la demanda local, ha resultado en el sólido crecimiento del PIB. Considerando la reciente información disponible, el valor total de las exportaciones de bienes podría incluso exceder ligeramente los US\$16 mil millones este año, un alza de aproximadamente un 27% desde el 2004, mientras que el crecimiento económico real podría superar las proyecciones de Fitch del 6%. El sólido desempeño de la balanza de pagos se ha visto reflejado en la acumulación de reservas internacionales de aproximadamente US\$900 millones desde fines del 2004, así como en la bajas necesidades de financiamiento externo de Perú, cercanas al 15% de las reservas.

De manera similar, la acumulación de reservas, combinada con la reducción del servicio de deuda conseguido mediante las operaciones de reperfilamiento de la deuda gubernamental, aumentará el índice de liquidez de Perú a un 212% proyectado a principios del 2006. Si bien esto se compara favorablemente con la media pronosticada de un 125% para los soberanos clasificados en BB, cuando se ajusta el índice de liquidez para incluir los depósitos en moneda extranjera en el denominador, el índice de liquidez cae en cerca de un 90%, lo que destaca los riesgos asociados con una dolarización alta, aunque va en descenso.

El gobierno se ha estado concentrando en la reducción del riesgo financiero mediante operaciones basadas en el mercado que aumentan la vida promedio y la duración de la cartera de deuda, así como también en reducir la exposición de las tasa monetaria y de interés. Las operaciones de reperfilamiento de deuda realizadas este

año incluyeron un prepagó al Paris Club y el canje de un bono local. Estas operaciones entregarán una amortización por aproximadamente US\$623 millones este año, y aproximadamente US\$350 millones anuales entre el 2006 y el 2009. Como resultado de lo anterior, los requerimientos de financiamiento del sector público se mantendrán manejables en un 3% del PIB en el mediano plazo, si se mantiene la actual posición fiscal. Las transacciones de reperfilamiento efectuadas este año también mejoran la estructura de la deuda pública de Perú y ayudan a reducir la sensibilidad del país a las alzas de las tasas de interés globales, así como de los futuros incrementos en los spreads del soberano para alcanzar niveles más normales. Además, las autoridades no tienen la intención de recurrir a los mercados de deuda internacional en el 2006.

La consolidación fiscal, combinada con una de las tasas de expansión económica más fuertes de Latinoamérica, ha llevado a una rápida baja en el índice de deuda gubernamental/PIB. Fitch espera que este índice alcance el 39% para fines de año, comparado con el 46% registrado a principios del mandato del Presidente Alejandro Toledo, en el 2001. El índice de deuda/PIB de Perú se encuentra actualmente entre los más bajos de su grupo de pares. Pero esta medida subestima la carga de deuda del país, ya que una alta proporción de la deuda es externa y la base tributaria de Perú es limitada.

En general, los indicadores macroeconómicos de Perú se comparan de manera favorable con otros soberanos ubicados en la categoría BB. Sin embargo, existen dos notables e importantes excepciones en la situación del país. Primero, aunque el desempeño externo ha mejorado de manera considerable en Perú, la deuda externa neta como proporción de los ingresos de cuentas corrientes, que se encontraría en un proyectado 81% para fines de año, se mantiene muy por encima de la media del 45% asignado a la categoría de clasificación BB, y sigue siendo una de las más altas dentro de su grupo de pares. Aunque el crecimiento de las exportaciones

no tradicionales se ha acelerado desde el 2002 y los volúmenes de las exportaciones tradicionales también han crecido, en especial aquellos relacionados con el cobre, el oro y el zinc, el factor vital para el favorable desarrollo de las exportaciones en Perú ha sido el impacto de los términos de intercambio positivos. Como proporción de los ingresos totales por cuentas corrientes, las exportaciones de los productos minerales aumentaron desde un 31% en el año 2001 a un 43% el año pasado, lo que destaca la estrechez de la base de exportaciones de Perú. A pesar del rápido crecimiento registrado en las exportaciones en años recientes, la apertura comercial de Perú sigue siendo baja en relación a los créditos con una clasificación similar. La implementación del Tratado de Libre Comercio (TLC) con los Estados Unidos podría convertirse en un importante apoyo para la sustentabilidad de las positivas tendencias de exportación registradas en años recientes; además, podría aumentar la inversión extranjera directa dirigida a las industrias no extractivas, al consolidar los beneficios que se reciben actualmente del Andean Trade Promotion and Drug Eradication Act (ATPDEA) y entregando una mayor certeza legal.

Segundo, incluso con un alza en las entradas proyectada con un superávit del 40% (términos nominales) durante el mandato del Presidente Toledo, la deuda, como proporción de las entradas, se acercó sólo el año pasado a la media de la categoría BB del 240%. La baja en este índice desde el 265% registrado en el año 2001 a un proyectado 212% para fines de este año ha sido impresionante y la continuación de esta tendencia sólo sería positivo para la calidad crediticia. Es probable que la trayectoria hacia la baja de este índice se vea limitada debido al desafío que implica el alza de los impuestos en un ambiente de niveles altos de informalidad y pobreza. Además, si las medidas tributarias temporales, tales como los impuestos a las transacciones financieras y el impuesto a los activos de compañías, no se convierten en fuentes de entradas más permanentes, este índice también podría verse presionado.

vea Fitch Asigna Outlook Positivo a las Clasificaciones Soberanas de Perú en página 12

FITCH ASIGNA OUTLOOK POSITIVO A LAS CLASIFICACIONES SOBERANAS DE PERÚ

viene de página 11

La política peruana podría seguir representando riesgos para el marco de políticas económicas. Sin embargo, con la elección general del 2006 a la vista, los partidos políticos han estado apoyando políticas prudentes y reformas modestas destinadas a mejorar su credibilidad frente al electorado. Además, parece existir entre los actores políticos un fuerte consenso con las políticas relacionadas con la importancia de la disciplina fiscal. Esto ha debilitado las incertidumbres anteriores respecto a la política económica más allá del año 2006, considerando la presencia de un importante contendor en las elecciones

presidenciales que siguió una política heterodoxa como presidente a fines de los años 80s. No obstante, considerando la falta de confianza popular en las figuras políticas en general, no se puede descartar la posibilidad de que algún candidato se destaque y gane la presidencia en la siguiente elección, aunque este candidato no apoye la actual política económica.

Los factores que podrían gatillar un alza en las clasificaciones del soberano de Perú incluyen las pruebas que demuestren que las tendencias de crecimiento de las inversiones y el volumen de exportación

son sostenibles, además de las mejoras en las tendencias fiscales, tales como la conversión de las medidas tributarias temporales en fuentes de entradas más permanentes. Una transición sin problemas hacia el siguiente gobierno y la mantención de las políticas macroeconómicas prudentes después de la elección también se consideraría como algo positivo para la calidad crediticia. Por otro lado, las acciones populistas que se alejaron del actual marco de políticas se consideraría negativas. ■

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

- Descargar clasificaciones fácilmente
- Utilizar buscadores avanzados para localizar un emisor/emisión;
- Personalizar las carteras para actualizar automáticamente; e
- Inscribirse para recibir alertas vía e-mail, que le notifican los cambios en los portafolios.

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

Para solicitar más información o suscribirse a Fitch Research:

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

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

Copyright © 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.