

INFORMATIVO TRIMESTRAL LATINOAMERICANO

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

FINANZAS ESTRUCTURADAS LATINOAMERICANAS 2005, RESUMEN DEL MERCADO

Samuel Fox

El año 2005 se presentó relativamente sólido para las emisiones de finanzas estructuradas en Latinoamérica. Las emisiones generales aumentaron en comparación con los resultados del año 2004. Sin embargo, es interesante notar la cada vez menor generación de transacciones destacadas en el históricamente atractivo mercado crosfronterizo, emigrando éstas hacia las alternativas colocadas localmente. Esta tendencia comenzó en el año 2003 cuando el volumen de cada mercado era de aproximadamente \$5,5 mil millones y se ha

acelerado desde entonces. En el año 2005, el mercado crosfronterizo registró un poco menos de \$3 mil millones en transacciones clasificadas, realizadas dentro del mercado de capitales, mientras que el total de emisiones del año 2005 para finanzas estructuradas en Latinoamérica fue de aproximadamente \$11,2 mil millones, casi cuatro veces más que lo registrado por su contraparte crosfronteriza.

En el ámbito crosfronterizo, el año 2005 fue un año promedio para las emisiones de finanzas estructuradas. Los volúmenes en

vea Finanzas Estructuradas Latinoamericanas 2005, Resumen del Mercado en página 2

SECTOR ELÉCTRICO ARGENTINO CONTINÚA BAJO STRESS

Fernando Torres, Ana Ares

Fitch continúa observando altos niveles de riesgo e incertidumbre en el sector eléctrico argentino para el corto plazo, en función de los mayores niveles de crecimiento económico y la limitada capacidad energética. El alza en la demanda de electricidad, en especial debido a las altas temperaturas registradas durante los meses de verano, ya puso en apuros la confiabilidad del sistema y provocó cortes aislados de energía. De manera similar,

existe un aumento en el riesgo de que se presenten mayores restricciones en el abastecimiento de gas natural y se produzcan más cortes en caso que los meses de invierno sean más fríos que los registrados en los dos años anteriores, aumentando la dependencia de los niveles de hidraulicidad. Una solución al problema descansaría en mayores inversiones en el sector, pero las actuales condiciones del mercado no brindan los incentivos adecuados ni la expectativa de estabilidad en el largo plazo necesaria para un alza significativa en las inversiones. Fitch considera necesario para incentivar las nuevas inversiones el regreso al sistema de

Envíe sus comentarios, sugerencias o ideas a:

Leonore Ramirez,
leonore.ramirez@fitchratings.com

vea Sector Eléctrico Argentino Continúa Bajo Stress en página 2

EN ESTA EDICIÓN

Finanzas Estructuradas
Latinoamericanas 2005,
Resumen del Mercado1

Sector Eléctrico Argentino
Continúa Bajo Stress.....1

Bancos Centroamericanos:
Revisión de Fin de Año y
Perspectivas.....3

Revisión Anual de Desempeño
de la Industria de Seguros
Centroamericanos en 2005 y
Proyecciones5

Bancos Venezolanos —
Resultados 2005 y
Proyecciones.....9

Cancún: Después del
Huracán Financiero.....12

Compañías de
Telecomunicaciones de Línea
Fija de Brasil: Entrando a la
Tercera Fase.....15

Inversiones Petroleras
Venezolanas durante los
Próximos Seis Años.....16

República Dominicana y MIGA
Crean Estructura Única para
Carreteras con Peaje.....17

Enero 2006 • Volumen 5 • Edición 2

LINKS DE INTERES

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

FINANZAS ESTRUCTURADAS LATINOAMERICANAS 2005, RESUMEN DEL MERCADO

viene de página 1

en dólares se mantuvieron relativamente sin cambios comparados con los del año 2004, pero la cantidad general de acuerdos bajó desde los 15 en el 2004 hasta los 12 en el 2005. Ningún año se compara de manera favorable con el año 2003, cuando se emitieron aproximadamente \$5,5 mil millones, o con el promedio anual crosfronterizo a 10 años de aproximadamente \$4 mil millones.

El año 2005 se presentó equilibrado con algo de diversificación de clases de activos. Apareció una transacción nueva única en México este año. Dos securitizaciones de préstamos de enlace para construcciones (PECs) debutaron internacionalmente, representando una combinación híbrida de flujos futuros y estructuras de activos ya existentes. Aproximadamente la mitad de los acuerdos crosfronterizos llegaron de la mano de nombres reconocidos que volvían al mercado para agregar leverage a los programas de flujos futuros ya existentes. Por primera vez en varios años, los emisores brasileños no dominaron los totales.

También en el año 2005, la confianza de los inversionistas se mantuvo fuerte, según quedó en evidencia con la alta demanda por efectos de comercio y spreads de crédito, los que se mostraron más restringidos de lo que habían estado en algún tiempo. Las tendencias globales, tales como los altos precios de los commodities, siguieron estabilizando las economías de Latinoamérica. Se efectuaron seis alzas de clasificaciones soberanas en el año 2005: México, Argentina, Chile, Uruguay, Venezuela y la república Dominicana. Brasil también recibió un Outlook Positivo en el cuarto trimestre. No se registraron bajas en las clasificaciones soberanas en el periodo.

Durante el año, los mercados de capital locales mostraron un continuo crecimiento, tanto en términos de volúmenes en dólares

como en el alcance de las clases de activos. Las emisiones de finanzas estructuradas locales en el año 2005 se vieron sorprendentemente fuertes en los mercados más grandes, como México y Brasil. Otros mercados, como el de Chile y Argentina, comienzan a mostrar señales de revitalización.

Se emitieron casi 300 transacciones en los mercados locales de Latinoamérica durante el año 2005, totalizando aproximadamente \$11,2 mil millones. Dichas emisiones superaron las registradas en el 2004, año durante el cual se completaron aproximadamente 200 acuerdos por un total de \$8,9 mil millones. La historia de los mercados locales es relativamente reciente, y la mayor parte del volumen del mercado local se ha acumulado durante los pasados 3-4 años. Una mayor base de capital de inversionistas, el aumento de la aceptación de los marcos legales y la fuerte demanda por inversiones alternativas, de menor riesgo, sugieren un futuro brillante para las finanzas estructuradas en los mercados locales de Latinoamérica. Las tendencias de los soberanos, que van de estables a en proceso de mejoría, también debieran impulsar los mercados locales.

Los tipos de activos que respaldaron las transacciones en los diferentes mercados locales se mostraron diversificados a lo largo de toda la región. En el año 2005, cerca de un 15% de los acuerdos locales de la región estuvo relacionado con transacciones de bienes raíces, securitización de hipotecas, espacios comerciales o PECs. La mitad del volumen de transacciones fueron securitizaciones respaldadas por activos (ABS), incluyendo créditos de consumo, préstamos para autos, cuentas por cobrar, cuentas por cobrar de tarjetas de crédito y préstamos bancarios. Las securitizaciones de flujos futuros colocadas localmente también fueron populares, representando un 24% de las emisiones totales.

Los mercados locales más grandes del año 2005 fueron los de México con \$4 mil millones en colocaciones; Brasil con \$3,5 mil millones, y Argentina y Chile con \$1,7 mil millones y \$867 millones en emisiones, respectivamente. Antes del año 2001, Argentina se mantenía como el mayor mercado local sin competidores de la región. Desde la crisis que sufriera el país, el equilibrio histórico de poderes entre los mercados cambió ligeramente. Cada año, los niveles de emisiones de los países reflejan el tamaño proporcional de las economías, por lo que México y Brasil se han apoderado de los primeros lugares.

En el año 2003, México emergió como el mayor mercado de emisiones estructuradas, una tendencia que continuó hasta el 2005. Fitch espera que el país mantenga su estatus en el futuro inmediato, aunque las elecciones presidenciales del año 2006 a realizarse en México podrían desacelerar el crecimiento del mercado. Las emisiones en Brasil fueron mayores que en el año 2004 en dólares, aunque la cantidad de acuerdos completados en el año 2005 fue ligeramente inferior. Mostrando una rápida recuperación, Argentina emitió aproximadamente \$2 mil millones en acuerdos estructurados en el año 2005. Los resultados de Chile también fueron importantes. Finalmente, varios países mostraron una mayor presencia que los años anteriores, y Fitch espera que el crecimiento continúe.

Para obtener más información acerca de estos temas, consulte los informes especiales, "Latin America Structured Finance 2005 Year in Review and 2006 Outlook" y "Structured Finance in Latin America's Local Markets: 2005 Year in Review and 2006 Outlook", ambos disponibles en Inglés en el sitio Web de Fitch Ratings, www.fitchratings.com. ■

SECTOR ELÉCTRICO ARGENTINO CONTINÚA BAJO STRES

viene de página 1

precios marginales y una revisión integral de las tarifas aplicables al transporte y distribución, lo que reduciría la incertidumbre regulatoria, otorgando a las Compañías del sector flujos de caja más predecibles. Esto permitiría a las compañías comenzar a recomponer su perfil económico y financiero, mejorar su calidad crediticia y reinvertir en el sector con el fin de equilibrar el mercado.

Hasta que se realicen nuevas inversiones, Argentina seguirá expuesta a las restricciones tanto de capacidad de transporte como de producción de gas natural. Es en producción donde se presenta el mayor problema en el mediano plazo, debido a las limitadas inversiones en exploración. En el corto plazo, Fitch prevé se mantengan las restricciones en las exportaciones de gas a Chile, una importante utilización de fuel oil en la generación de energía eléctrica, continuando el alza de los precios de la energía. Con el fin de cubrir la demanda, Argentina necesitaría incorporar alrededor de 5 millones de metros cúbicos (m³) día de gas por año, durante los próximos cinco años. La solución más viable se presentaría por el lado de la integración energética regional, principalmente la posibilidad de importar gas desde Bolivia. Sin embargo, el entorno político de Bolivia ocasionó retrasos en el desarrollo del proyecto.

Fitch estima que para cubrir el alza en la demanda de electricidad en Argentina (+6%

en el año 2005), se necesitan inversiones inmediatas en generación eléctrica y capacidad de transmisión. Las inversiones en el sector energético son por naturaleza de largo plazo, en activos con vida útil de largo plazo, que requieren expectativas de estabilidad. La falta de reglas de mercado que apoyen las inversiones se ve agravada por las deterioradas condiciones económico-financieras de la mayoría de las compañías del sector y la imposibilidad para predecir sus flujos de fondos debido a la constante interferencia gubernamental.

Dentro de este contexto, el gobierno ha tomado un papel activo en el sector energético, dirigiendo la inversión privada y realizando contribuciones públicas mediante fondos fiduciarios en un intento por garantizar el suministro energético a nivel nacional. Sin embargo, Fitch entiende que las medidas adoptadas por el gobierno no logran mitigar el creciente riesgo de interrupciones de energía en el corto plazo. Fitch anticipa que el alza en las inversiones del sector privado en energía sólo se materializará una vez que el gobierno adopte una política energética a largo plazo que compense de manera adecuada a los inversionistas.

Los márgenes de rentabilidad y la capacidad de generación de fondos de las compañías eléctricas reguladas se han visto negativamente afectados por el aumento de sus costos por la inflación y ajustes salariales dispuestos por el Gobierno frente

al congelamiento de sus precios. Las generadoras a su vez, sufren el impacto del direccionamiento de parte de sus ingresos a la inversión en nueva capacidad. De esta forma se ve limitada la capacidad de generación de fondos de las Compañías, con el consecuente impacto en sus indicadores de protección crediticia.

La renegociación final de los contratos de los sectores regulados de transporte y distribución sigue pendiente. Las subas de tarifas contempladas en los acuerdos firmados con el gobierno sólo corresponden a un período de transición, y en la mayoría de los casos, siguen estando sujetas a la aprobación gubernamental. Estos ajustes no permiten recomponer la ecuación económica-financiera con que contaban las Compañías antes de la pesificación y el congelamiento de sus tarifas, si bien significará una recuperación en su generación de fondos. De efectivizarse los aumentos de tarifas acordados, Fitch espera que parte de la mayor generación de fondos sea aplicada a la recomposición de sus gastos operativos e inversiones de capital.

En conclusión, las inversiones voluntarias necesarias para mejorar la integridad del mercado eléctrico y moderar el perfil de riesgo del sector, se realizarán en la medida en que el gobierno ofrezca una solución integral y de largo plazo que permita el fortalecimiento financiero de los participantes del mercado. ■

BANCOS CENTROAMERICANOS: REVISIÓN DE FIN DE AÑO Y PERSPECTIVAS

Reynaldo Lopez Guevara

Introducción

El sector bancario Centroamericano experimentó un año favorable en el 2005 basado en el sólido desempeño económico de los diferentes países, lo cual estimuló la demanda de los créditos, ayudó a mejorar la calidad del activo y propició mejores condiciones para la venta de activos extraordinarios. Siendo que el crecimiento del sector se concentró principalmente en los préstamos de consumo y vivienda, la

utilidad neta (UN) creció un 24.6%, en promedio, con Costa Rica y Honduras reportando las mayores ganancias de la región en relación con su desempeño el año anterior. El sistema bancario de Panamá sigue teniendo la mayor UN de Centroamérica, con una ganancia que representa el 48% de las ganancias netas de la región, la cual ascendió en total a US\$ 1.2 mil millones.

En términos de calidad de activo, el volumen de préstamos vencidos (PVs) se mantuvo estable; sin embargo, su participación en la cartera total de préstamos se redujo a un 3.0% desde un 3.5% en el 2004, principalmente debido al crecimiento de la cartera crediticia. Individualmente, Guatemala y Honduras experimentaron la mayor caída porcentual en PVs, con Costa Rica marcando el nivel

BANCOS CENTROAMERICANOS: REVISIÓN DE FIN DE AÑO Y PERSPECTIVAS

viene de página 3

más bajo de todos, al cerrar el año con un 1.5% en PVs a cartera total. Aún así debido a las operaciones no reguladas en el extranjero que poseen la mayoría de los grupos bancarios en Costa Rica, el nivel real de los PVs de esa plaza podría ser mayor y estar en línea con los de la región.

Los sistemas bancarios de Panamá y El Salvador siguen destacándose en términos de capitalización, con índices de patrimonio a activo de 13.1% y 11.1%, respectivamente, superiores al promedio de la región de 10.2%. Por otro lado, el índice de capitalización de Guatemala sigue deteriorándose y alcanzó un 8.3%, su nivel más bajo en últimos tres años. Fitch Ratings continúa insistiendo en la necesidad de fortalecer la base de capital del sector bancario Centroamericano.

Costa Rica

Contrario al resto de la región, los bancos estatales dominan el sistema local compitiendo con los bancos privados en todos los segmentos y representando un 55% de los activos de la industria. Durante el año 2005, la UN de los bancos de Costa Rica aumentó 33% impulsada por una expansión del 14% en la cartera crediticia (ambas cifras se reflejan en términos reales). Los préstamos de vivienda conformaron un 60% de este crecimiento. Aunque la capitalización del sistema bancario se encuentra en línea con el promedio de la región, ésta se encuentra fuertemente influenciada por la base de capital más sólida de los bancos estatales (índice de patrimonio a activos de 11.3%), en oposición a la de los bancos privados (8.7%). La dolarización de los balances de los bancos sigue siendo alta, ya que un 55% de la cartera de préstamos está denominada en dólares, mientras que una parte importante de quienes solicitan los préstamos no son generadoras de esta moneda.

Se espera que el menor crecimiento económico anticipado y las medidas anti-inflacionarias anunciadas por el Banco Central limiten la expansión crediticia durante el 2006. Además, las necesarias reformas fiscales y la aprobación del

Tratado de Libre Comercio para Centroamérica (Central American Free Trade Agreement - CAFTA) podrían verse amenazadas, entre otros, por la apretada victoria del Presidente Oscar Arias. Una nueva regulación bancaria incluye modificaciones respecto a la ponderación de las inversiones para efecto del cálculo de la suficiencia patrimonial, así como modificaciones respecto a la calificación de los deudores. El efecto de esta regulación es difícil de estimar ya que dependerá del tiempo que la Superintendencia otorgue para implementar dichas reformas.

El Salvador

El 2005 fue un buen año para el sistema bancario de El Salvador. El desempeño de los bancos fue impulsado por el crecimiento de la cartera de préstamos en un 10.9% (comparado con un 5.9% en el 2004), concentrado mayormente en los segmentos de consumo y vivienda, representando este último el 66% del total del aumento en la cartera. Considerando las condiciones positivas del mercado (es decir, alta liquidez, aumento en el margen de interés neto [MIN] y PVs estables, entre otros), el sector bancario alcanzó su mayor nivel de utilidades antes de impuestos (UAI) de los últimos tres años. Aún así, debido a la reforma fiscal efectiva en el 2005 que aumentó la carga tributaria de los bancos, esta última aumentó desde un promedio de 7.0% de la UAI para el 2004 a 17.9% para el 2005, con la consiguiente reducción en el nivel de rentabilidad. El resultado final fue un aumento del 14.6% en la utilidad neta e índices de rentabilidad similares a los del año anterior (retorno sobre activos promedio [ROAA]: 1,1% y retorno sobre patrimonio promedio [ROAE]: 10,2%), los cuales representan los niveles más bajos de la región.

Similar a otros países de la región, los PVs disminuyeron y alcanzaron un 1.9% como porcentaje de los préstamos totales (2.3% en el 2004), principalmente debido al mayor nivel de colocación crediticia del año y al aumento en los castigos de cartera. Adicionalmente, el sector continúa beneficiándose de la reestructuración de US\$ 260 millones de la exposición de

préstamos al sector cafetalero, bajo el programa del Fideicomiso Ambiental para la Conservación del Bosque Cafetalero (FICAFE) auspiciado por el gobierno en el año 2002. Si bien esta medida ha demostrado ser efectiva en cuanto a la limpieza de los balances de los bancos de dichos créditos, estas exposiciones siguen representando un riesgo importante que podrían afectar negativamente la rentabilidad de ciertos bancos en el futuro.

Las expectativas para el año 2006 son positivas como resultado principalmente de la aceleración del crecimiento económico ocurrida durante el último trimestre del 2005. La implementación del CAFTA y la continua inversión tanto de entidades públicas como privadas podría seguir mejorando las condiciones económicas e impulsando la demanda crediticia. Se espera que la Superintendencia requiera a los bancos la implementación de una nueva normativa para la constitución de reservas de saneamiento a partir de agosto, con lo cual, aumentaría los requerimientos de reservas para casi todas las clasificaciones de préstamos. Debido al efecto que tendría dicha regulación, los bancos continúan sosteniendo conversaciones con el ente regulador, lo que podría llevar a posibles modificaciones en la norma o a posponer su aplicación.

Guatemala

La utilidad neta del sector bancario creció un 21.1% y el ROAA se mantuvo sin cambios en un 1.4%, principalmente debido al crecimiento de la cartera de préstamos, ya que el MIN se mantuvo en un nivel similar al del 2004. Como se comentó anteriormente, la capitalización del sistema continuo disminuyendo hasta reportar un índice de patrimonio a activos de 8.3%, lo que se presenta como un riesgo a considerar y limita el crecimiento futuro del sistema. Aunque los PVs como porcentaje total de préstamos han descendido de manera consistente, este índice es mayor al promedio de la región y presenta una menor cobertura.

Con el crecimiento esperado del PIB del 4% para el año y una amplia liquidez en el

BANCOS CENTROAMERICANOS: REVISIÓN DE FIN DE AÑO Y PERSPECTIVAS

viene de página 4

sistema, las carteras crediticias deberían continuar su tendencia alcista. Por otro lado, se espera que las tasas de interés sigan subiendo en la medida que el Banco Central incrementa la tasa de referencia para reducir las presiones inflacionarias y el gobierno aumenta su endeudamiento para financiar la reparación de los daños ocasionados por el Huracán Stan. El sistema bancario, compuesto por más de 20 bancos locales, se encuentra saturado y ya ha comenzado a mostrar señales de consolidación. Recientemente, el mayor banco del sistema logró cerrar la compra del sexto mayor, prevaleciendo sobre las ofertas de otros competidores locales y extranjeros, y se alista a absorber dicha institución.

Honduras

Los bancos hondureños siguen experimentando un sólido crecimiento en su utilidad neta (39.4%), impulsado por la expansión tanto de los créditos como del MIN. Este último aumentó a un 5.4% (comparado con un 5.0% registrado en el 2004), ya que la alta liquidez del mercado local mantuvo las tasas de depósitos a bajos niveles. En general, los gastos se mantuvieron estables y el ROAA aumentó hasta un 1.6% (comparado con un 1.3% en el 2004). Aunque los indicadores de calidad de activos pueden mejorar aún más, los altos PVs, legado del Huracán Mitch y los bajos precios de los *commodities*, han descendido de manera consistente en años recientes, a medida que se implementan criterios más restrictivos para el otorgamiento de préstamos, especialmente por los bancos regionales operando en la plaza. La adecuación de capital se mantiene restringida pero estable.

Con un nuevo gobierno que asumió sus funciones en enero del 2006, se espera que la economía siga creciendo cerca del 4%, a medida que los lineamientos asumidos con el Fondo Monetario Internacional se mantengan y el CAFTA sea implementado. La inflación y otras presiones externas parecen estar bajo control, lo que ayudaría a mantener el MIN de los bancos. La liquidez debiera mantenerse en un nivel saludable, favorecida por la disminución en los requerimientos de reserva obligatoria para los depósitos en moneda extranjera. Aunque estas condiciones parecen favorables para continuar la expansión crediticia, temas pendientes como el nivel de préstamos morosos derivado de las recientes reestructuraciones de deuda, podrían afectar de manera importante la rentabilidad del sistema.

Nicaragua

El sistema bancario de Nicaragua ha generado de manera consistente los retornos más altos de la región. En el año 2005, el ROAA fue de 2.6% y estuvo impulsado, al igual que en otros países Centroamericanos, por las condiciones económicas positivas (es decir, el crecimiento favorable del PIB, la alta liquidez, la alta demanda de los consumidores, etc). Los PVs del sistema se mantienen por debajo del promedio de la región y las reservas se encuentran entre las más altas, debido en parte por el ciclo económico positivo y las buenas prácticas bancarias adoptadas por los bancos. A pesar de lo anterior, la industria bancaria presenta un alto nivel de dolarización (84% de la cartera total de préstamos se encuentra dolarizada), lo que añade un importante factor de riesgo al sistema.

Para el 2006, las elecciones presidenciales y parlamentarias de final de año definirán el ambiente económico y político durante el período. Se espera que la liquidez originada por la actual estrategia gubernamental de reducir la deuda local mediante la redención de bonos estimule el crecimiento crediticio; sin embargo, la liquidez puede resultar volátil al considerar las futuras elecciones. En general, se espera que los bancos sigan financiando de forma importante tanto los préstamos de consumo como los de vivienda, aún con el incremento de la competencia en dichos segmentos.

Panamá

En general, Panamá sigue siendo el líder de la región en términos de desempeño general de mercado y prácticas de la industria. Aunque mantiene el MIN más bajo de la región (3.0%), el sector bancario panameño presenta un desempeño sólido y consistente, con un crecimiento en utilidad neta del 24.2%. Los bancos panameños continúan demostrando la mejor eficiencia operativa del área, así como saludables indicadores de calidad de activos y adecuación de capital. Dado que se anticipa que la economía local vuelva a alcanzar un crecimiento de alrededor de un 6% para el 2006, los bancos panameños seguirán concentrándose principalmente en su mercado local. Sin embargo, la demanda de préstamos de consumo podría verse disminuida ya que las recientes reformas tributarias y de pensiones, y la inflación impulsada por el alto costo del petróleo y las mayores tasas de interés internacional reducen el poder adquisitivo de los consumidores. ■

REVISIÓN ANUAL DE DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA DE SEGUROS CENTROAMERICANOS EN 2005 Y PROYECCIONES

Eduardo Recinos Schönborn

Este artículo reseña los más recientes eventos destacados, así como el desempeño y los proyecciones, para cada uno de los mercados de seguros de Centroamérica. El

análisis también revisa la actual situación y características de los diferentes mercados nacionales.

En términos generales, el sector de seguros de Centroamericana registró un alza moderada en los volúmenes de primas en el año 2005, que superó ampliamente el

REVISIÓN ANUAL DE DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA DE SEGUROS CENTROAMERICANOS EN 2005 Y PROYECCIONES

viene de página 5

crecimiento económico. El volumen de primas en la industria de seguros centroamericanos alcanzó un total de aproximadamente \$1,63 mil millones en el año 2005, un 8% superior al del año anterior, y estuvo dominado por los cuatro principales mercados: Panamá, Guatemala, Costa Rica y El Salvador. Sin embargo, en El Salvador el tamaño del mercado está fuertemente influenciado por el sistema de fondos de pensiones privado, con ventas de planes de pensiones que representan aproximadamente un 10% del total de las primas netas vendidas. Los dos mercados más pequeños, Honduras y Nicaragua, registraron los índices de reclamos más bajos.

Fitch entrega clasificaciones nacionales a 18 compañías de seguros de Centroamérica. Con la excepción de las compañías de seguros de El Salvador, que están obligadas a tener clasificaciones, las otras entidades han comenzado el proceso de clasificación de manera voluntaria, y son las compañías más grandes y con mejor desempeño en cada mercado nacional. En el año 2005, Fitch realizó nueve *Rating Actions* y modificó cinco *Outlooks* de clasificación. En general, las clasificaciones fueron de estables a positivas, lo que refleja una mejora en el desempeño operacional y/o una mejora en el apoyo cualitativo de los accionistas.

Otras de las condiciones positivas para las aseguradoras que influyeron en la tendencia favorable de las clasificaciones fueron los cambios en las leyes y las regulaciones, el fortalecimiento de la vigilancia y la evolución de los canales de distribución. Por otro lado, en opinión de Fitch, existen algunos factores comunes que afectan de manera adversa al mercado de seguros Centroamericano. Estos incluyen el lento crecimiento en las primas generales, debido a la mayor competencia de los precios, principalmente en los mercados más grandes; el crecimiento en los reclamos y una baja en las tasas de interés en la mayoría de los países.

El Salvador

En El Salvador, el desarrollo de la industria de seguros depende en gran medida de la economía general. La industria de seguros de El Salvador informó una baja del 26% en la rentabilidad del año 2005, debido a que los ingresos se han mantenido sin cambios, mientras que los costos por suscripción y reclamos han aumentado. El volumen de primas subió un modesto 1,5% en el año 2005, la tasa más baja de Centroamérica, ya que el crecimiento de la economía de El Salvador también marcó la menor tasa de la región (2,8%).

Comparadas con los años anteriores, las primas de vida en el país registraron un mayor crecimiento que las primas generales, debido principalmente a las bajas de precio motivadas por la competencia en estas últimas líneas comerciales. Sin embargo, los costos de suscripción y los resultados operacionales fueron más altos que los registrados en el año 2004, debido a los mayores costos pagados a los corredores y la adopción de canales de distribución más caros, de los que destaca la banca-seguros, que aún no han rendido los resultados de alzas en la contratación de primas.

Además de la baja en el desempeño operacional, la rentabilidad en El Salvador estuvo por debajo de los promedios debido a los bajos resultados de inversiones. Las tasas de interés se mantuvieron bajas debido al uso del dólar como moneda nacional y la abundante liquidez en el mercado local. Los ingresos por inversiones aumentaron un 6,7% en términos nominales en el 2005 como consecuencia del crecimiento en la cartera de inversiones, que mostraron una mejora comparados con el año 2004. Se proyectan más aumentos para el año 2006, ya que se espera que las tasas de interés nacionales e internacionales también suban.

Fitch piensa que las proyecciones para la rentabilidad de seguros en El Salvador para el año 2006 no son prometedoras, debido al alza en los reclamos en la líneas no relacionadas con seguros de vida. En

opinión de Fitch, se requieren alzas en los precios para mejorar los índices de pérdidas e impulsar los resultados técnicos.

Guatemala

En el sector de seguros de Guatemala, la baja en las tasas de seguros generales limitaron el crecimiento y los resultados de las primas en el año 2005. Las primas netas crecieron un 9% hasta los \$337 millones. Los resultados operacionales cayeron un 300,4% hasta los -\$2,2 millones debido al alza en los reclamos y los costos de suscripción. En consecuencia, la industria de seguros de Guatemala informó una caída del 12% en las ganancias, a pesar del alza del 6,4% en ingresos de inversiones netas en el año 2005.

Los pagos de los reclamos han aumentado de manera constante desde el año 2001 debido al crecimiento del sector automotriz y a un alza en la tasa de vehículos robados en el país. Para el año 2006, se esperan mayores alzas combinadas como consecuencia de la tendencia al alza de los reclamos y los gastos por suscripción que se ha observado.

Los cambios en los canales de distribución también afectan el desempeño del sector de seguros de Guatemala. El mercado, tradicionalmente dominado por agentes y corredores, se encuentra experimentando con nuevos canales de distribución destinados a quienes obtienen ingresos bajos o medios. Estos canales incluyen las tiendas por departamentos, las compañías de servicios, la Internet, vendedores de automóviles y los bancos, entre otros. Si bien la mayoría de estos canales siguen en las primeras fases de desarrollo, el canal de los bancos ya ha arrojado éxitos.

Fitch estima que con el fin de sacar ventaja de las oportunidades comerciales que aparecen, y para continuar creciendo mientras se mantiene un buen margen de solvencia, las normas legales y regulatorias de Guatemala deben mejorar. Esto debe incluir como prioridades la diversificación de las inversiones y los requisitos de

REVISIÓN ANUAL DE DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA DE SEGUROS CENTROAMERICANOS EN 2005 Y PROYECCIONES

viene de página 6

capital, con el fin de que éstos reflejen los estándares internacionales. Fitch piensa que esto debiera ser una prioridad para el gobierno con el fin de mantener las posiciones de liquidez y los márgenes de solvencia de las aseguradoras, además de extender el margen para absorber las desviaciones adversas en los reclamos, que es actualmente más reducido en Guatemala que en otros países de la región.

Honduras

La rentabilidad en Honduras se mantiene en niveles adecuados. Las continuas alzas en la demanda y las conservadoras prácticas de suscripción mejoraron los índices combinados el año pasado. Los precios fijados en este país se mantienen adecuados debido a la baja competencia de precios y los términos más restrictivos impuestos por las aseguradoras.

La industria hondureña de seguros informó un alza del 5,9% en ganancias netas en el año 2005, debido al aumento en las primas y los moderados costos de reclamos. Las ganancias fueron de \$25,3 millones comparados con los \$23,8 millones reportados en el 2004, de acuerdo al organismo regulador de bancos y seguros, la Comisión Nacional de Bancos y Seguros (CNBS). Las primas netas aumentaron un 7,8% hasta los \$178,8 millones, después de registrar modestas alzas en los dos años anteriores (4,3% en el año 2004 y 2,1% en el año 2003). Los reclamos brutos bajaron un 5,1% hasta los \$75,4 millones, y el índice de reclamos bajó en casi cinco puntos. El índice de reclamos de Honduras se mantiene relativamente bajo con un 48,6% de los primas obtenidas, comparado con el promedio de la región de un 56%. Las proyecciones de Fitch para la rentabilidad de este mercado se mantienen positivas, ya que los costos por reclamos se mantienen bajos y las compañías siguen con sus esfuerzos por aumentar la eficacia.

Con la aprobación de los nuevos requisitos de inversiones y de capital, la fortaleza financiera y los niveles de liquidez del sector han mostrado una mejora marginal. A diciembre de 2005, la cartera de activos

alcanzó un 161% de reservas técnicas y un 94% de pasivos totales, mientras que en diciembre de 2004 representaban un 160% y un 91%, respectivamente. Esto se debe principalmente a los esfuerzos de las compañías más grandes para mejorar sus índices de días por cuentas por cobrar (promedio de periodo de cobranzas es de alrededor de 83 días a diciembre de 2005, contra 85 días a diciembre de 2004), reducir sus carteras de préstamos y mejorar el perfil de sus carteras de instrumentos. Mediante inyecciones, el capital creció más rápidamente que las primas, bajando el endeudamiento operacional por debajo del promedio de la región.

Los inversionistas internacionales han notado estos factores positivos. Durante los años anteriores, las aseguradoras extranjeras han aumentado sus inversiones en el país y se espera que disfruten de una mayor participación de mercado. Por ejemplo, el segundo grupo financiero más grande de Centroamérica, Corporación UBC Internacional (UBCI), anunció que adquirirá la compañía de seguros hondureña Aseguradora Hondureña y la agencia de préstamos hipotecarios La Constancia. Además, de acuerdo con el organismo regulador del sector (CNBS), otros grupos internacionales esperan recibir licencias y comenzar operaciones en el país en el año 2006.

Si esto sucede, Fitch piensa que las inversiones estimularán el crecimiento del sector y su transformación cualitativa mediante el alza de la competencia de participantes bien capitalizados, con buenas reservas y experiencia. Además, a medida que aumenta la competencia, las compañías de seguros deberán concentrarse en explorar canales de distribución alternativos y en entregar valor agregado a sus productos mediante la creación de servicios y características adicionales como una estrategia de diferenciación manera de diferenciar de sus competidores. Sin embargo, el fortalecimiento del sector dependerá de la consolidación de los procedimientos de administración de riesgo, una reducción en los costos

operacionales y el uso más efectivo de la protección de reaseguros.

Nicaragua

La industria de seguros de Nicaragua informó un alza del 18,9% de ganancias netas en el año 2005, debido los valores más altos de las primas y del ingreso por inversiones. El robusto crecimiento se debió, en particular, a la implementación de los Seguros Obligatorios Automotrices (SOA), los que han elevado los volúmenes de las primas y han creado un prometedor potencial de crecimiento para la industria de los seguros. Las primas netas aumentaron un 8,3% hasta los \$75,8 millones, mientras que los ingresos por inversiones subieron un 2,8% hasta los \$1,75 millones debido a las mayores reservas que resultaron del alza de las primas retenidas de la línea automotriz y de los cambios regulatorios. Las inversiones financieras aumentaron un 22,6% hasta los \$54 millones, mientras que las reservas crecieron un 9,7% hasta los \$56,7 millones.

En el año 2005, ocurrieron importantes cambios en la supervisión y regulación de la actividad de los seguros en Nicaragua. Por ejemplo, se introdujo nueva legislación para inversiones, así como una nueva metodología de cálculos para las reservas técnicas; además, las compañías realizaron ajustes internos importantes con el fin de completar y aprovechar las mayores oportunidades creadas por el SOA en el año 2003. Fitch opina que estos cambios son positivos, ya que se espera que estimulen el crecimiento del sector, permitiendo que las compañías de seguros tengan más reservas durante el año fiscal y que aumente la base de inversiones de las compañías.

Sin embargo, los resultados operacionales de la industria bajaron en un 2,1% hasta los \$859.800, ya que una parte importante de los reclamos y los costos administrativos balancearon parcialmente el crecimiento de las primas. La industria de seguros de Nicaragua se caracteriza por un índice de gastos relativamente alto y que tiende a aumentar, reflejando menores niveles de

REVISIÓN ANUAL DE DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA DE SEGUROS CENTROAMERICANOS EN 2005 Y PROYECCIONES

viene de página 7

eficiencia que el Instituto Nicaragüense de Instituciones de Seguro y Reaseguro varias (Iniser), propiedad del gobierno, y de compañías privadas. A pesar de ser la mayor compañía de seguros de Nicaragua (con más de un 40% de la participación del mercado), los índices de gastos de Iniser son más altos que el promedio del sector privado. Iniser registró una pérdida operacional de \$29.300 en el año 2005, comparada con un ingreso operacional de \$308.300 en el año 2004.

A pesar de la reciente alza en reclamos, la industria de seguros nicaragüense ha mantenido un índice de reclamos más bajo y estable que el de otros países de Centroamérica (52% de primas suscritas), principalmente debido a la baja densidad poblacional y el bajo nivel de delincuencia, lo que se traduce en índices de reclamos bajos en la línea de seguros automotrices.

Costa Rica

El mercado de seguros costarricense, que es actualmente un monopolio estatal mantenido por el Instituto Nacional de Seguros (INS) desde 1924, mostró un fuerte crecimiento en las primas en el año 2005 (9%) y un retorno sobre las inversiones mayor al del promedio de la región (26,1% de equity), según el INS.

La industria de seguros del país informó un alza del 22,1% en los resultados técnicos debido a la mayor cantidad de primas y los menores niveles de reclamos. Las ganancias técnicas fueron de \$20,9 millones comparados con los \$17,15 millones en el año 2004. Los precios de Costa Rica siguen siendo adecuados debido a la ausencia de competencia de precios y los términos más restringidos impuestos por las reaseguradoras.

La rentabilidad de Costa Rica se encuentra por encima del promedio de la región debido a los resultados de inversiones relativamente altos, producto de las altas tasas de interés. Los ingresos por inversiones aumentaron en un 9% en el 2005 comparados con el 2004. Por lo tanto, la industria de seguros del país informó

ganancias record de \$72,7 millones en el año 2005, un alza del 31,9% sobre las ganancias del 2004.

La liberalización de esta industria requerida por el CAFTA, se logrará mediante un enfoque dividido en fases, con una apertura de la gran mayoría del mercado a la competencia para el año 2008 y una apertura total para el 2011.

Panamá

Panamá, el mayor mercado de seguros de Centroamérica (\$429,9 millones en el 2005), mantiene su atractiva rentabilidad, a pesar de una baja del crecimiento y un alza en los reclamos, debido a la mejora en el desempeño de algunas importantes líneas comerciales. El alza de las primas de sólo un 1,9% en términos reales en el año 2005 debido al crecimiento de las líneas de salud, que se vio contrarrestada por la baja en la cobertura de seguros generales y de autos. Este mercado, al igual que la mayoría de los países de Centroamérica, muestra una baja penetración de seguros (3% del PIB en el año 2005), aunque también ofrece oportunidades de crecimiento en el futuro.

En Panamá, Fitch confirmó la clasificación a escala nacional de AA (pan) a la Compañía Nacional de Seguros, S.A. (CONASE). Esta clasificación está fundamentada por la fortaleza de su balance, su alta participación de mercado, el nivel apropiado de solvencia y el apoyo de su único accionista, Primer Banco del Istmo, S.A. (Banistmo), uno de los mayores conglomerados financieros de Centroamérica. La clasificación asignada también se basó en el desempeño operacional positivo de la compañía durante el 2004, apoyado por la baja en los gastos operacionales. Sin embargo, la clasificación se vio limitada por el índice de días por cuenta por cobrar relativamente alto de CONASE, así como por el alza de su índice de reclamos comparado con el período anterior.

Proyecciones

La penetración de seguros en Centroamérica sigue siendo muy baja. Sin embargo, Fitch piensa que la industria tiene un enorme potencial de crecimiento. Los cambios regulatorios, tales como la aprobación de seguros obligatorios para autos en Honduras, resultarán en mayores alzas de las primas, similares a las observadas en Nicaragua en los años 2003 y 2004. La posibilidad de la competencia por parte de privados en el mercado de seguros de Costa Rica, actualmente un monopolio estatal; las posibles reformas de pensiones en algunos países, similares a aquellas realizadas en El Salvador; y la aprobación de la regulación de las pensiones vitalicias en El Salvador abrirá prometedoras oportunidades de crecimiento para las aseguradoras de la región. La estabilidad de las monedas en la mayoría de estos países debiera ayudar a reforzar las atractivas características de estos mercados, especialmente de las aseguradoras internacionales.

Además, el endurecimiento de las tasas de las primas en la región también podría transformarse en una fuente de potencial de crecimiento. La alta dependencia de los reaseguros y los bajos niveles de retención hacen de la industria de seguros centroamericanos algo más vulnerable a los cambios en la venta internacional de seguros. El desarrollo de nuevos canales de distribución también será un factor clave para aumentar la penetración de la industria durante los siguientes años. Mientras que los bancos ya se han posicionado como canales alternativos, las aseguradoras siguen probando y considerando otras opciones. La adaptación de un enfoque de ventas exitoso a las cambiantes demandas del mercado es uno de los mayores desafíos que enfrenta la industria.

Sin embargo, Fitch piensa que la cobertura de reaseguros y las estrategias de precios adoptadas por las compañías será crucial para la evolución de las clasificaciones. La decisión de algunas compañías de la región, en especial de El Salvador, para comprar cobertura de reaseguros no proporcionales

REVISIÓN ANUAL DE DESEMPEÑO DE LA INDUSTRIA DE SEGUROS CENTROAMERICANOS EN 2005 Y PROYECCIONES

viene de página 8

requiere de mayores niveles de solvencia y las políticas de suscripción y precios conservadoras.

La baja en las tasas de interés y los retornos de inversiones también demandarán que las aseguradoras alcancen mejores resultados técnicos con el fin de mantenerse rentables. Hasta hace poco, los resultados operacionales negativos seguían siendo contrarrestados con los retornos de inversiones en algunos mercados Centroamericanos. Sin embargo, la baja en las tasas de interés han reducido constantemente su importancia relativa en los resultados finales. Debido a las menores tasas de interés, se espera que la contribución de los retornos de inversión baje aún más en países como Honduras y Nicaragua. Por otro lado, los retornos de inversiones han comenzado a mostrar señales de un cambio al alza en países tales como El Salvador desde el año 2005, lo que

refleja las mayores tasas de interés en los Estados Unidos.

Fitch también espera algo de crecimiento en las líneas no relacionadas con los seguros de vida, después que se ratifique el CAFTA, ya que la integración comercial requiere de una mayor cobertura de pasivos. Sin embargo, Fitch piensa que si bien se espera que la implementación total del CAFTA sea un elemento clave en la promoción del crecimiento de la industria, también desafía a las aseguradoras a realizar procedimientos más eficientes y a convertirse en entidades más competitivas.

La apertura del mercado de seguros centroamericano a los Estados Unidos refuerza la importancia de la regulación y la supervisión sólida, la que requiere de un marco regulador adecuado en cada mercado. Fitch piensa que la regulación y la supervisión de seguros también juegan

papeles clave en la promoción y la mayor eficiencia del mercado de seguros. Los cambios regulatorios registrados en Nicaragua y Honduras incluyen nuevos requerimientos que mejoraron la diversificación de las inversiones y la fortaleza financiera, junto con el establecimiento de niveles de solvencia más altos y de requisitos de diversificación de inversiones similares a aquellos adoptados con anterioridad en El Salvador. En Guatemala, se espera la aprobación de una nueva ley de seguros para el 2006. Fitch ve estas leyes y cambios regulatorios como influencias positivas sobre el sector, ya que están diseñadas para incrementar los requerimientos de reservas, liquidez y solvencia. Estas medidas regulatorias contribuirán a la modernización del sector y también podrían tener un efecto favorable sobre las clasificaciones. ■

BANCOS VENEZOLANOS — RESULTADOS 2005 Y PROYECCIONES

Franklin Santarelli, Carlos Fiorillo, Peter Shaw

Ambiente Económico

Tras una importante baja en la actividad económica durante los años 2002 y 2003, los altos precios del petróleo, la reactivación del gasto público y la baja incertidumbre política, han impulsado una dramática recuperación en el PIB del país (2004: +18%; 2005: +9%), mientras que las tasas de interés, la depreciación de la tasa de cambio y la inflación han bajado considerablemente, como consecuencia de un conjunto de medidas de control impuestas por el gobierno. La menor fuga de capitales y el alza en el gasto público (concentrado principalmente en el gasto de consumo y los subsidios para el segmento de menores ingresos) han resultado en un alza sostenida en la liquidez monetaria durante los pasados 24 meses (2004: +50%; 2005: +45%), requiriendo de importantes operaciones de mercado abierto del banco central con el fin de controlar el exceso de liquidez. El importante flujo de ingresos por

exportaciones de petróleo (2004: \$31,9 mil millones; 2005: \$48,3 mil millones) y la estrategia del gobierno para alargar el perfil de vencimientos de su deuda, resultaron en una posición de amplia liquidez y un menor riesgo crediticio para el soberano; no obstante, la intervención del gobierno sobre la actividad económica y las bajas inversiones restringen una mayor mejora del ambiente económico para el sector privado. El alza de las importaciones hasta su máximo histórico (2004: \$17,3 mil millones; 2005: \$25,2 mil millones) se ha visto más que compensado por la tendencia positiva del mercado petrolero, aunque esta ventaja se puede ver fácilmente afectada por la inherente volatilidad de este mercado. Si bien los índices de pobreza se mantienen como un punto débil, la reciente alza del empleo, en especial en el sector formal, sugiere al menos una mejora temporal en el bienestar social y posiblemente en el

consumo privado, mientras los subsidios y los altos gastos públicos se mantengan.

Eventos Recientes

Durante noviembre del año 2005, Fitch mejoró las calificaciones a largo plazo en moneda local y extranjera de la República Bolivariana de Venezuela hasta BB— desde B+, mientras que las calificación de corto plazo en moneda extranjera se confirmó en B. El Outlook de calificación sigue siendo Estable. El alza reflejó principalmente las importantes mejoras de los índices de liquidez de deuda externa debidas al ingreso adicional disponible gracias a las exportaciones de petróleo, lo que se reflejó en una mejora considerable de dichos índices, los cuales comparan favorablemente con aquellos mostrados por otros países calificados en la categoría BB. A pesar de esta tendencia positiva, durante el año 2005 el gobierno continuó imponiendo un conjunto de controles sobre distintos sectores de la economía, incluyendo el sistema financiero, con el

BANCOS VENEZOLANOS — RESULTADOS 2005 Y PROYECCIONES

viene de página 9

fin de forzar a las entidades del sector privado a seguir varias de sus pautas de política económica. Después de la imposición de un régimen de control de tasas de interés en mayo de 2005 y junto a las incertidumbres relacionadas con la posibilidad de más medidas de intervención gubernamental, Fitch cambió el Outlook de la calificación de todos los bancos venezolanos a Negativo desde Estable. Además, el drástico aumento en préstamos y activos que se han reflejado en una reducción de los históricamente amplios niveles de capitalización también fueron considerados.

Perspectiva

El perfil de riesgo de los bancos venezolanos se mantiene bajo presión en el corto plazo, siendo que el aumento en los depósitos y un menor nivel de rentabilidad pudieran erosionar aún más los índices de capitalización, además del mantenimiento de las incertidumbres relacionadas con una mayor intervención gubernamental. Aun cuando se mantiene la perspectiva negativa sobre las calificaciones de los bancos venezolanos, Fitch considera que el mantenimiento de una amplia participación extranjera en el sistema y la experiencia administrativa de los bancos líderes pueden contrarrestar algunas de las incertidumbres antes mencionadas.

La Mayor Actividad Económica ha Impulsado la Demanda de Préstamos

La importante alza en las exportaciones petroleras y, por lo tanto, el ingreso petrolero ha apoyado un alza estimada cercana al 70% en el gasto público durante los pasados dos años, mientras que las importaciones de bienes y servicios han alcanzado su máximo histórico, cercano a los \$25 mil millones, lo que, a su vez ha resultado en la mayor demanda por préstamos desde fines del año 2003. También durante los años 2004 y 2005, el gobierno completó varias emisiones de deuda local denominadas en dólares y pagaderas en bolívares que se han ofrecido a inversionistas locales, siendo

que una parte de estas emisiones (más de \$4 mil millones en total) fue adquirida por inversionistas de forma apalancada a través de la banca local. Considerando el bajo nivel que tenía la cartera de préstamos para fines del año 2003 y la demanda de préstamos creada, en parte, por estas emisiones de deuda gubernamental, los préstamos brutos aumentaron en un 244% en términos nominales (196% en términos reales) durante el periodo 2003–2005, un ritmo bastante superior al crecimiento del PIB. Aun cuando los préstamos de consumo han mantenido su participación relativa en los préstamos totales (aproximadamente un 15%), la cartera de consumo ha crecido en más de un 200% en los pasados dos años. Además, la imposición de nuevas carteras de préstamos obligatorias para sectores específicos ha resultado en una considerable alza en la cartera de micro finanzas (+439%), agrícola (+201%) y, más recientemente, la cartera de préstamos hipotecarios (+167% en sólo un año). Aunque la cartera de préstamos del sistema se mantiene pequeña en comparación con el tamaño de la economía (cerca de un 17% del PIB, pero casi el doble de la cifra del año 2003) y los bancos han desarrollado importantes habilidades para enfrentar el riesgo crediticio, una posible baja o al menos desaceleración de la economía podría afectar los índices de calidad de activos.

Aumento de la Exposición al Soberano

A pesar del importante impulso en la demanda de préstamos, el alza mas que proporcional de los depósitos ha resultado en un crecimiento sostenido de la cartera de inversiones del sistema bancario. Sin embargo, la falta de oportunidades de inversión en el subdesarrollado mercado de capitales local se tradujo en una mayor exposición del balance a títulos emitidos por el gobierno y el banco central. Para fines de 2005, las colocaciones a corto plazo en el banco central ascendieron a los \$6 mil millones, el equivalente a 1,4 veces (x) el patrimonio del sistema, mientras que el resto de la cartera de inversiones (principalmente títulos del gobierno

central emitidos en moneda local y extranjera) representaba 4,4x del patrimonio, uno de los niveles más altos en Latinoamérica. El aumento esperado del gasto público para el año 2006 y el control de cambio aplicado desde el año 2003 sugieren otra importante alza en la liquidez monetaria, que podría traducirse a una mayor concentración del balance del sistema en instrumentos gubernamentales, a pesar de una posible fuerte demanda de préstamos que podría seguir al crecimiento económico.

Han Aumentado los Controles sobre un Diverso Conjunto de Precios

Durante los años anteriores, la política monetaria en Venezuela ha estado concentrada mayormente en reducir la inflación en medio de una considerable alza en el gasto público. De tal manera, las operaciones de mercado abierto dentro del sistema financiero han sido la regla desde el año 2003. Además, los cuerpos reguladores han cooperado con los objetivos de la política del gobierno central, lo que ha resultado en la imposición de controles sobre precios de bienes y servicios, incluyendo la adquisición de moneda extranjera, tasas de interés y, más recientemente, los cargos y comisiones que cobran los bancos. Aunque los niveles de inflación registrados fueron históricamente bajos (2004: +17%; 2005: +15%), estos resultados podrían ser diferentes en un ambiente sin controles. Si bien el exceso de liquidez y la fuerte competencia entre los bancos ha presionado las tasas de interés a la baja desde el año 2003, la reciente imposición de un techo y un piso para la tasa de interés (mayo 2005) ha reforzado esta tendencia, resultando en márgenes operacionales más estrechos que también se vieron afectados por el mantenimiento de costos de operación estructuralmente altos. Además, otras posibles medidas para controlar las comisiones que están siendo consideradas y podrían aprobarse durante el año 2006, podrían presionar aún más las fuentes de ingresos de los bancos venezolanos en un ambiente de márgenes estrechos.

BANCOS VENEZOLANOS — RESULTADOS 2005 Y PROYECCIONES

viene de página 10

Se Aumentó el Encaje Legal

En febrero de 2006, el banco central anunció la imposición de un requisito de encaje legal para los fondos manejados como inversiones cedidas. Estos fondos incluyen la venta al público de los derechos para una cartera de bonos emitidos por el gobierno u otros bancos. Estos fondos estaban exentos de los requisitos de encaje exigidos a los bancos y se registraban netos de la cartera de inversiones. Aunque los bancos no están legalmente obligados a cumplir con el pago de las inversiones cedidas, en la práctica el mercado identifica dichos títulos como un pasivo de la institución. Desde la primera semana de marzo, los bancos debieron comenzar a depositar el equivalente al 5% de la cartera de inversiones cedidas; se otorgará un periodo de ajuste de 20 meses hasta que estos depósitos representen un 15% de la cartera. Si bien el exceso de liquidez dentro del sistema sugiere que no se producirá una gran carga sobre la tesorería de los bancos, este nuevo requisito aumentará el costo promedio de fondos para los bancos venezolanos en el futuro y, por lo tanto, presionará aun más su rentabilidad.

Desempeño Bancario en 2005¹

La Calidad de Activos se Mantiene Adecuada Aunque Bajan las Reservas por Préstamos

El robusto crecimiento de los préstamos, los adecuados esfuerzos de cobranza y los conservadores castigos de cartera han resultado en el índice de préstamos vencidos a préstamos totales más bajo desde el año 1996 (0,9%), incluso al ajustar el índice de morosidad por el monto de los préstamos reestructurados (1,3%). Aunque un índice de 276% de reservas de cartera a préstamos vencidos para fines del año 2005 parece adecuado, las provisiones de cartera se han quedado atrás del crecimiento de la cartera de

préstamos. Para fines del año 2005, las reservas de préstamos a préstamos totales bajó al 2,4%, el nivel más bajo desde la crisis financiera de 1994–1995 (promedio 1996–2003: 7,3%). El reciente crecimiento de la cartera de préstamos podría requerir políticas de provisión de préstamos más conservadoras con el fin de dejar a los bancos bien posicionados para soportar la inherente volatilidad de la economía venezolana. Por su parte, la importante mejora en las técnicas de control de riesgo de los bancos venezolanos y la baja proporción de los préstamos a partes relacionadas y en moneda extranjera podría mitigar la preocupación por un posible deterioro de los índices de calidad de activos, al menos en el mediano plazo.

Los Márgenes de Interés Neto Siguen su Tendencia a la Baja

Después de varios años de registrar *spreads* de dos dígitos, los bancos venezolanos enfrentan una drástica disminución en su margen de interés neto (MIN), la cual se explica por las siguientes razones: el exceso de liquidez desde el año 2003 debido al mayor nivel de gasto público y el beneficio del control de cambios; los menores rendimientos en la cartera de instrumentos gubernamentales; la fuerte competencia entre los participantes del mercado y los controles impuestos para las tasas de interés desde mayo de 2005. Considerando esta situación, el MIN del sector para el año 2005 bajó hasta un 5,9% (incluyendo las inversiones cedidas), comparado con un 11% durante el año 2003. Aunque los bancos venezolanos han enfrentado controles de tasas de interés y carteras de préstamos obligatorios en otras oportunidades, la fuerte competencia y el mantenimiento del control de cambio presionarán los *spreads* aún más en el corto y mediano plazo. Al mismo tiempo, los costos de operación podrían necesariamente disminuir en el corto plazo producto de las importantes cargas estructurales que afectan al sistema, tales como el fuerte uso de efectivo y un sistema de pagos costoso combinado con el tamaño relativamente pequeño del

sistema financiero. Además, un bajo nivel de devaluación esperada podría reducir las ganancias recurrentes y considerables derivadas de la valoración de la posición en moneda extranjera del sistema observadas en los últimos 10 años, sugiriendo una posible baja en la rentabilidad del sistema.

Los Históricamente Altos Niveles de Capitalización están Bajando Rápidamente

Desde la última crisis financiera en los años 1994–1995, los bancos venezolanos han registrado uno de los índices de capitalización más fuertes en Latinoamérica, con un índice de *patrimonio* a activos que promedió un 13% en el periodo 1996–2003 y una concentración moderada en activos fijos y bienes realizados (33% del *patrimonio*, en promedio, para el mismo periodo). Esto, combinado con la capacidad de la administración de adaptarse a la volatilidad del ambiente operacional venezolano, ha sido tradicionalmente la principal fortaleza de los principales bancos venezolanos. No obstante, el dramático crecimiento en los depósitos registrado desde el año 2003 ha erosionado esa fortaleza, reflejado en una reducción del índice de *patrimonio* a activos hasta el 11% para fines del año 2005, encontrándose cerca del actual mínimo regulatorio requerido del 10%. Además, si se incluyen las inversiones cedidas, este índice baja al 8,5%, muy por debajo del mínimo regulatorio actual. Bajo la luz de lo anterior, los organismos reguladores locales se encuentran considerando la posibilidad de bajar los requerimientos mínimos de capital en el corto plazo. Fitch estima que esta medida no sería apropiada en el caso de un alza considerable del tamaño del sistema y la fragilidad de la actividad económica de Venezuela. Si bien algunos bancos siguen mostrando índices de capitalización fuertes, esta no es la regla para el sistema, ya que 11 de un total de 33 bancos comerciales y universales muestran índices de capitalización ajustada por debajo del 8% propuesto.

¹Resultados al cierre del año 2005 para los bancos comerciales y universales. Fuente: Superintendencia de Bancos de Venezuela y Fitch Ratings.

BANCOS VENEZOLANOS — RESULTADOS 2005 Y PROYECCIONES

viene de página 11

Los Bancos más Grandes Bajan su Participación de Mercado

Para fines del 2002, los bancos con más de un 2,5% de participación de mercado representaban un 74% del total de la inversión gestionada del sistema (activos más inversiones cedidas), mientras que a finales del año 2005, esos bancos controlaban cerca del 67% del mercado. Los mayores ganadores han sido los bancos pequeños y medianos, así como también aquellas instituciones controladas por el gobierno. Mientras que los cinco mayores bancos siguen controlando un 56% del total de los activos, el rápido crecimiento de los bancos pequeños y medianos, no todos ellos con perfiles financieros adecuados, podrían requerir de un enfoque regulatorio más cercano para asegurar la aplicación de

herramientas adecuadas para controlar el riesgo y de buenas políticas de gobierno corporativo para estas instituciones.

El Sistema se Beneficia de su Experiencia Obtenida dentro de un Ambiente Históricamente Tumultuoso

En las dos décadas anteriores, los bancos venezolanos han enfrentado ocho recesiones económicas, tres diferentes controles de cambio (10 años en total), seis años de controles de tasas de interés y una larga historia de controles sobre los precios de bienes y servicios. Además, la cartera de préstamos obligatoria para el sector agrícola ha estado implementada en los bancos venezolanos durante muchos años, mientras que la fuga de capitales y la baja

demanda por préstamos han afectado el tamaño del sistema. Con esta experiencia en el manejo de un ambiente de operación turbulento, los bancos venezolanos han podido operar con perfiles financieros adecuados y con buenos índices de rentabilidad, sostenidos por políticas de control de riesgo prudentes y un marco regulatorio que impide los préstamos a partes relacionadas, operaciones en el extranjero no controladas y otros problemas típicos que han afectado a los bancos Latinoamericanos en el pasado. De tal manera, Fitch espera que varios de los participantes del mercado sean capaces de utilizar esta experiencia para soportar las actuales limitaciones operacionales, mientras que los efectos de una mayor intervención gubernamental se debe evaluar cuando y en caso que esta ocurra. ■

CANCÚN: DESPUÉS DEL HURACÁN FINANCIERO

Isaura Guzman, Humberto Panti

■ **Antecedentes**

Encallado en la Península de Yucatán, al noreste del Estado de Quintana Roo, el municipio de Benito Juárez -donde se ubica Cancún- es el primer destino turístico de playas en México. El acelerado crecimiento tanto de su población como del empleo en años recientes detonó su desarrollo

económico y lo posicionó como uno de los principales destinos de playa a nivel mundial. En 2005, el 38% de los ingresos de México en el sector turismo (US\$11.800 millones) correspondieron a los destinos del caribe mexicano.

Cancún inició su historial crediticio en

2003 con una calificación de calidad crediticia o de riesgo emisor de A(mex); no obstante, a mediados de ese año se enfrentó a una severa crisis financiera, caracterizada por un deterioro significativo de las finanzas públicas, así como de un sobreendeudamiento, lo cual se tradujo primeramente en retrasos en los pagos del

Cancún

(mdp, pesos constantes a diciembre de 2005)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	Crecimientos (%)				
							2001	2002	2003	2004	2005E
Ingresos Totales	694	801	913	1,114	1,152	1,165	—	—	—	—	—
Ingresos Disponibles (IFOs)*	662	710	800	1,050	1,070	1,155	7	13	31	2	8
Ingresos Propios	353	384	480	677	689	668	9	25	41	2	(3)
Impuestos	152	156	165	253	292	325	—	—	—	—	—
Otros Ingresos Disponibles	309	326	320	373	381	487	5	(2)	17	2	28
Gasto Total	693	811	1,018	1,350	1,114	1,331	—	—	—	—	—
Gasto Corriente y TNE**	515	605	736	1,032	991	973	18	22	40	(4)	(2)
Inversión	124	133	147	212	82	130	—	—	—	—	—
Ahorro Interno (AI)†	147	104	64	18	79	182	—	—	—	—	—
AI/IFOs (%)	22	15	8	2	7	16	—	—	—	—	—

*Ingresos totales - ingresos etiquetados. **TNE = Transferencias realizadas con recursos municipales (no etiquetados). †AI = IFOs – Gasto corriente – TNE.

CANCÚN: DESPUÉS DEL HURACÁN FINANCIERO

viene de página 12

servicio de la deuda de su crédito más importante con la banca comercial, y meses más tarde en el incumplimiento del mismo. Dos años después, una reforma integral en el manejo y control de las finanzas públicas, así como un plan de reestructura de la totalidad de la deuda existente, parecían poner fin al período de crisis; sin embargo, el paso del huracán Wilma por el caribe mexicano en octubre de 2005 -el cual dañó severamente la zona y afectó el 80% de la infraestructura turística- presionó nuevamente las finanzas de la entidad haciendo imperativa y urgente la reestructura de su deuda.

■ **Comienza la tormenta**

Las finanzas públicas de Cancún se caracterizan primeramente, por contar con una estructura de ingresos altamente sólida y con un potencial de crecimiento muy superior al observado en la mayoría de los municipios calificados en México. En contraste, su principal limitación la constituye el elevado nivel de gasto operativo, el cual se incrementó de manera considerable entre los años 2001 y 2003. La evolución de los principales ingresos y gastos del Municipio se presenta en la siguiente tabla.

Los ingresos totales de Cancún se estiman para 2005 en \$1,165 mdp (aproximadamente US\$110 millones de dólares) y su recaudación de ingresos lo ubica entre los municipios más sobresalientes a nivel nacional, presentando crecimientos significativos en sus ingresos totales e ingresos disponibles en los últimos años, incluso en períodos en donde el entorno y la actividad económica nacional fueron adversos, e incluso, ante reducciones en los ingresos provenientes del gobierno federal canalizados a las entidades subnacionales. El elevado dinamismo poblacional y económico observado en la entidad en años recientes, ha sido el motor de nuevos desarrollos turísticos y habitacionales, detonando el interés por invertir en la zona; fortaleciendo de esta manera, la recaudación de ingresos de la entidad por concepto de impuestos y derechos.

Cancún
(mdp, pesos constantes a diciembre de 2005)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005E	1T06E
Deuda Pública	318	299	277	259	368	357	561
Deuda no Bancaria	19	32	239	496	460	294	N.D.
Deuda Pública/AI (veces)	2.2	2.9	4.3	14.1	4.7	2.0	3.1

Por otra parte, si bien es común que en entidades altamente concentradas en los sectores de turismo y prestación de servicios, los gastos operativos — especialmente los destinados a seguridad pública— sean elevados, a finales de 2002 se observó un desproporcionado crecimiento en dicho rubro, el cual presionó las finanzas públicas y limitó la flexibilidad financiera y presupuestal de la entidad para cumplir con sus compromisos financieros y para realizar inversión. Lo anterior se refleja en el bajo nivel de ahorro interno generado por la entidad en 2003 (2% respecto a los IFOs).

■ **En el ojo del huracán**

A principios de 2003, Cancún llevó a cabo un plan de liquidación de pasivos no bancarios con proveedores; sin embargo, a consecuencia de una elevación significativa en el gasto operativo, el Municipio comenzó a presentar severos problemas de liquidez, observándose finalmente un incremento significativo en la cuenta de proveedores al cierre de ese ejercicio.

En 2004, la presión que seguía ejerciendo el crecimiento inercial del gasto operativo sobre las finanzas públicas, llevaron al Municipio a la contratación de dos créditos bancarios; lo que aunado al débil desempeño presupuestal, se reflejó en un incremento significativo en los niveles de endeudamiento de Cancún, alcanzando su deuda bancaria un máximo de \$368.0 mdp (aproximadamente US\$35 millones de dólares). Un comportamiento similar se observó asimismo en la deuda no bancaria -proveedores y acreedores- evidenciando aún más la severa falta de liquidez del municipio para operar y realizar inversión,

tal como se puede observar en el siguiente cuadro:

Adicionalmente, cabe mencionar que la crisis financiera que exhibía Cancún se desarrolló en un ambiente de incertidumbre jurídica al destituirse a la anterior administración municipal; sin embargo, el Consejo Municipal que quedó en su lugar no tenía validez jurídica, por lo que se incrementó considerablemente el riesgo de incumplimiento o retraso en el servicio de la deuda bancaria.

Durante este tiempo, la calificación de riesgo emisor fue degradándose gradualmente, hasta que finalmente, se ubicó en el nivel de incumplimiento en agosto de 2004, debido a la falta de pago oportuno en el servicio de deuda de su crédito más importante. Dicho crédito fue contratado con la banca comercial y estaba respaldado por la afectación de las participaciones federales municipales, que recibe la entidad como transferencia del Gobierno Nacional. Una vez regularizados los pagos, se incrementó la calificación de riesgo emisor al nivel de B(mex), para retirarse días después.

■ **Tocando tierra**

Derivado de lo anterior, era evidente la necesidad de implementar una reforma integral en el manejo de las finanzas públicas municipales para lograr su saneamiento y control; así como una reestructura de su elevada deuda pública. El esquema propuesto consistió en la contratación de dos créditos por monto conjunto de \$560.8 mdp, con el objetivo principal de refinanciar la totalidad de la deuda pública, saldar una parte importante de la deuda operativa y realizar inversión.

vea Cancún: Después del Huracán Financiero en página 14

CANCÚN: DESPUÉS DEL HURACÁN FINANCIERO

viene de página 13

Para tal efecto, se constituyó un fideicomiso irrevocable de administración y fuente de pago (Fideicomiso Municipal), al cual se afectan irrevocablemente el 100.0% de las participaciones federales presentes y futuras del Municipio, siendo éste el recurso tradicionalmente utilizado por las entidades subnacionales mexicanas para respaldar su deuda ante los acreedores.

Lo distintivo de esta estructura, en comparación con otras estructuras de Municipios calificadas en México, es :

1. el Congreso del Estado autorizó al Gobierno de Quintana Roo [calificación A-(mex)pcp] a constituirse como deudor solidario del Municipio en el mencionado financiamiento; así como afectar de manera irrevocable como fuente alterna de pago, contingente y revolvente el 8.86% de las participaciones federales presentes y futuras del Estado. Dichos recursos son depositados directamente por la Tesorería de la Federación (TESOFE) en otro fideicomiso irrevocable (Fideicomiso Alterno), el cual traslada los recursos del mismo al Fideicomiso Municipal, en caso de no requerirse estos recursos, éstos son devueltos al Estado
2. se afectó adicionalmente al Fideicomiso Municipal como fuente de pago alterna, el 100% del total de un fondo federal que reciben ordinariamente los municipios (FORTAMUN), cuya aplicación permite el pago de servicio de deuda.

Si bien los recursos que ingresan al Fideicomiso Municipal, proporcionan a la estructura fortaleza y certidumbre en el pago oportuno de dicho compromiso financiero ante escenarios adversos, el reciente antecedente de incumplimiento del municipio limitaba la calificación máxima a la que podía aspirar dicho financiamiento. De esta manera, el rol del Gobierno del Estado como deudor solidario del municipio y la afectación de sus propios

recursos en la estructura del Fideicomiso Alterno, resultaron la vía para que dicho financiamiento tuviera acceso a una calificación superior, ubicándose en A+(mex).

Los nuevos financiamientos adquiridos por el Municipio tienen un perfil de vencimiento de largo plazo (poco más de 11 años, con 1 año de gracia) y cuentan con reservas equivalentes a 3 meses de capital e interés; sus pagos son mensuales y el perfil de amortizaciones de capital es creciente. Adicionalmente, una característica que le dio fortaleza a la estructura es el contar con una cobertura de tasa de interés (CAP) en un nivel de 12% durante los primeros 5 años de vida del financiamiento.

Asimismo, cabe mencionar que en el Decreto de autorización de endeudamiento se incluyeron una serie de disposiciones relacionadas con la transparencia en la rendición de cuentas por parte del municipio, las cuales se implementaron a raíz del proceso de reestructura mencionado y que definitivamente proporcionan una mayor fortaleza jurídica en los nuevos financiamientos adquiridos:

- El Municipio deberá rendir un informe trimestral -ante la Legislatura del Estado y el Órgano Superior de Fiscalización- de los resultados de los contratos, aplicaciones y amortizaciones de los créditos autorizados. Además, las obras que se realicen con los recursos obtenidos de los financiamientos, deberán estar acorde con un proyecto integral de reestructuración de la deuda pública
- El Municipio deberá poner en marcha un programa de austeridad y racionalidad del gasto público y un programa de fortalecimiento de los ingresos municipales. Previo al pago de acreedores, el municipio deberá contar con un dictamen -emitido trimestralmente- por la Contraloría Municipal, en donde se verifique el cumplimiento de las disposiciones anteriormente establecidas

- El Municipio deberá incorporar en la Ley de Ingresos y Presupuesto de Egresos los nuevos montos o conceptos de los financiamientos autorizados, así como los pagos correspondientes a intereses y amortizaciones de los mismos.
- A partir de 2006, el municipio deberá aplicar todo excedente de los ingresos que superen el presupuesto autorizado, así como los ahorros que se generen en el ejercicio del presupuesto de egresos, en los siguientes rubros: a) obra pública productiva -en un 70% preferentemente-, b) mejoramiento de seguridad pública y servicios públicos, y c) pago de capital e intereses de la deuda.

■ Conclusiones

La crisis financiera presentada en Cancún es un ejemplo ilustrativo de que a pesar de que una entidad cuente con una sólida y potencial estructura de ingresos, si ésta no está acompañada por una política de gastos prudente, el resultado es un colapso en las finanzas públicas que limita su flexibilidad financiera y consecuentemente reduce su calidad crediticia. Lo anterior, puede arrastrar a la entidad a un círculo vicioso, en donde se recurre al financiamiento bancario o vía proveedores para liquidar adeudos anteriores o incluso para operar, dado que no se es capaz de generar flujos o excedentes para tal efecto; llegando finalmente, al incumplimiento de sus obligaciones financieras.

El antecedente de incumplimiento de Cancún limita su calidad crediticia y la calificación de sus financiamientos, ya que la calificación de riesgo emisor es la base de referencia para evaluar estos últimos. No obstante lo anterior, si bien la estructura propuesta exhibe tanto fortalezas financieras y jurídicas — como en la mayoría de los financiamientos estructurados calificados en México, — el papel de deudor solidario del Gobierno del Estado fue actor fundamental para que el financiamiento pudiera acceder a una mayor calificación.

CANCÚN: DESPUÉS DEL HURACÁN FINANCIERO

viene de página 14

Asimismo, el escrutinio al que se enfrentan a partir de ahora las cuentas públicas del Municipio tiene como objetivo el reducir la probabilidad de observar nuevamente una crisis financiera en la entidad; y más aún,

proporciona certidumbre en el manejo transparente de las finanzas y en la aplicación de los recursos públicos, acorde con las necesidades de la sociedad.

Fitch espera que estas medidas implementadas redunden en una mejora de las finanzas públicas y en la recuperación gradual de la calificación de riesgo emisor de Benito Juárez. ■

COMPAÑÍAS DE TELECOMUNICACIONES DE LÍNEA FIJA DE BRASIL: ENTRANDO A LA TERCERA FASE

Mauro Storino

Fitch piensa que los cambios presentados por las nuevas reglas no debieran afectar el perfil crediticio de los operadores de línea fija de manera significativa en el largo plazo, aunque el nuevo ambiente regulatorio de la industria de telecomunicaciones de línea fija de Brasil necesita ser sometido a pruebas en terreno. Se espera que las compañías de telecomunicaciones de línea fija sigan presentando un buen desempeño operacional y generando altos volúmenes de efectivo, aunque es probable que la mayor competencia y un aumento en las líneas en servicio en el sector de la población de menores ingresos haga bajar los márgenes operacionales en el futuro. El mayor desafío es el ambiente competitivo intenso debido a la continua introducción de alternativas tecnológicas capaces de sustituir una parte del mercado de servicios de línea fija. Esto requiere que las compañías se muestren creativas con el fin de mejorar su oferta de productos, con servicios que están necesariamente adaptados a sus clientes, integrando, en lo posible, servicios de voz, datos e imágenes. Los grupos integrados capaces de ofrecer servicios triples o cuádruples, tales como telefonía móvil y fija, transmisión de datos y video, tendrán una mayor ventaja competitiva.

Se espera que los nuevos contratos de concesión involucren aspectos operacionales y financieros, así como nuevas inversiones. Destacan entre los cambios principales: 1) alteración del índice de ajuste de tasa, reemplazando el Índice general de Precios- Disponibilidad Interna (IGP-DI) con un índice sectorial específico (Índices de Servicios de

Telecomunicaciones [IST]); 2) un nuevo formato para la cobranza de llamadas locales, basado en los minutos en vez de los pulsos; y, 3) crear un tipo de servicio disponible para el segmento de bajos ingresos. Ciertos aspectos siguen en debate. En particular, los grupos de consumo se muestran preocupados acerca del cambio a minuto en vez de pulso, ya que sienten que perjudicará a los consumidores. Como resultado de lo anterior, la implementación inicial, que se esperaba comenzara en marzo del 2006, se ha pospuesto hasta el próximo año.

En opinión de Fitch, la utilización de un índice que refleja mejor la variación real de los costos y gastos de las compañías de telecomunicaciones reduce el riesgo de una divergencia entre el indicador de ajuste de tasa y las necesidades de las compañías. Esto también podría evitar tales como los ocurridos en el año 2003, cuando el IGP-DI acumulado de 12 meses que se aplicó al momento de ajustar la tasa se encontraba muy por encima de los otros índices que miden la inflación en Brasil y, en consecuencia, no se usó. Incluso después de compensar la diferencia entre el IGP-DI y el índice que se usó, este evento generó mayores incertidumbres en relación con los riesgos sectoriales del segmento de telecomunicaciones y creó dudas acerca de hasta qué punto se respetan los contratos en Brasil. El mantenimiento de los indicadores que no son de naturaleza sectorial está sujeto a un cuestionamiento aún mayor, particularmente en Brasil, que tiene una historia de alta inflación, aunque el país ha experimentado menores niveles recientemente. La utilización del IST tiende a mitigar el riesgo de las futuras disputas

judiciales. Al ajustar tasas en relación con el IST sólo se verá afectada una parte de la tasa de ajuste de tarifas en el 2006, ya que se basará en los siete meses del IGP-DI (junio a diciembre de 2005) y cinco meses del IST (enero a mayo de 2006).

El cambio de la manera en que se cobran las llamadas locales, desde pulso a minutos, sigue representando un cierto riesgo para las compañías. El posible cambio ha gatillado nuevos estudios para desarrollar otras opciones para cobrar. De acuerdo a algunos de estos estudios, la forma y las cantidades establecidos inicialmente llevarían a un aumento en las cuentas para los clientes que están acostumbrados a realizar llamadas más largas o que usan el servicio de línea fija para conectarse a Internet. El Ministerio de Telecomunicaciones, citando preocupaciones respecto al efecto financiero sobre la población, finalmente decidió posponer la implementación y está intentando desarrollar una alternativa para los clientes que se verían afectados negativamente con la nueva disposición. Esto elimina el riesgo de un efecto negativo sobre la imagen del gobierno federal en año de elecciones. Aunque la incertidumbre relacionada con el efecto que tendrá esta medida en las entradas de las empresas de telecomunicaciones ha aumentado, Fitch piensa que la intención no es favorecer a las compañías ni tampoco causarles inestabilidad económica o financiera. La solución posible no solo involucrará el precio que se cobra por minuto en los diferentes periodos del día; el comportamiento del usuario también deberá ser monitoreado una vez que entre en efecto la nueva regla, ya que el cambio

COMPAÑÍAS DE TELECOMUNICACIONES DE LÍNEA FIJA DE BRASIL: ENTRANDO A LA TERCERA FASE

viene de página 15

podría tener diferentes efectos sobre los varios tipos de clientes. Aquellos que noten un aumento en sus gastos telefónicos de línea fija debido a la nueva metodología de tarifas pueden tender, al menos inicialmente, a reducir el uso que dan al servicio. Aunque los nuevos contratos retienen el cargo básico por suscripción, que representa una parte importante de las entradas de las compañías y que ayudará a reducir la volatilidad de las entradas, este cargo se encuentra con constantes desafíos legales.

La intención del gobierno federal de universalizar el servicio de línea fija al extenderlo a las familias brasileras con menores ingresos, debiera aumentar la cantidad de clientes de los operadores, al igual que el tráfico, aunque puede resultar en una mayor cantidad de cuentas por cobrar morosas. La creación de Acceso Individual de Clase Especial (AICE) se relaciona con el objetivo del gobierno federal por aumentar la penetración de las líneas fijas al ofrecer a este segmento de la población un cargo de suscripción básica menos costoso y un sistema de llamadas prepagadas. Un aspecto positivo de esta medida es que parte de la inversión necesaria para servir a esta población ya está presente en la actual capacidad no utilizada de la planta instalada de los operadores de línea fija, lo que reduce las presiones sobre los flujos de caja de las empresas. La cantidad de líneas fijas se ha estancado en años recientes debido a la

mayor diseminación del servicio de banda ancha entre los clientes y la sustitución efectiva con servicios de telecomunicaciones móviles. En el año 2002, la cantidad de líneas fijas en Brasil totalizaba 38,8 millones, con un aumento hasta las 39,6 millones en el año 2005. Es importante notar que el margen de contribución de un cliente AICE tiende a ser menos que el de un cliente con un plan básico tradicional. Por ende, el efecto de este nuevo producto será negativo en el caso que aquellos clientes emigran desde el plan convencional al AICE.

En general, el riesgo para las compañías activas en el segmento de telecomunicaciones de línea fija es bajo, ya que actualmente tienen un endeudamiento financiero bajo y buen acceso a financiamiento de terceras partes. Actualmente, el mercado se presenta especialmente favorable para el financiamiento, considerando la cantidad de crédito disponible para las compañías, tanto para emisiones en moneda local como extranjera.

Después de la privatización del sistema Telebrás en el año 1998, la historia de las compañías de telecomunicaciones de línea fija en Brasil se puede dividir en tres grandes fases. La primera cubre el periodo que va desde la privatización hasta el cumplimiento de los objetivos iniciales establecidos en los contratos de concesión, durante el cuál las compañías debieron

reorganizarse internamente, las ineficaces compañías gubernamentales realizaron adquisiciones e invirtieron grandes cantidades con el fin de cumplir con los indicadores cualitativos y cuantitativos establecidos al momento de privatizar. El periodo que siguió a la primera fase estuvo caracterizado por un alza en la competencia en el sector de telecomunicaciones, después que todas las compañías de línea fija pudieran comenzar a ofrecer servicios tales como llamadas de larga distancia local e internacional, mismos que antes eran exclusivos de sólo algunas compañías. La competencia también se intensificó con un alza en la cantidad de compañías telefónicas móviles que operaban en cada región y la expansión de los servicios de banda ancha, con lo que una parte del tráfico de línea fija emigró a otros formatos de telecomunicaciones. La tercera fase comenzó con la renovación de los contratos de concesiones para servicios de telefonía fija (STFC), válido por un periodo de 20 años comenzando en 1 de enero de 2006. Aunque los nuevos contratos están diseñados para mantener la estabilidad económica y financiera de los operadores, involucran importantes cambios para las compañías que deben ser monitoreadas en la práctica para confirmar las expectativas, mismas que Fitch comparte, y que dicen que estas nuevas regulaciones, como un todo, no resultarán en pérdidas para las compañías telefónicas.■

INVERSIONES PETROLERAS VENEZOLANAS DURANTE LOS PRÓXIMOS SEIS AÑOS

Si bien el sector petrolero de Venezuela se ha recuperado desde la huelga encabezada por Petróleos de Venezuela S.A. (PDVSA) ocurrida entre los años 2002–2003, una parte importante de los recursos generados por el vertiginoso aumento en los precios del petróleo no ha sido utilizado para fortalecer la industria petrolera del país. Sin embargo, durante los próximos 25 años, el gobierno venezolano, junto a las empresas privadas, tiene la intención de invertir una porción importante de dichos recursos para aumentar la producción petrolera y la

capacidad de refinación, además de desarrollar el sector del gas en Venezuela. Este programa ha sido llamado Plan Siembra Petrolera. La primera etapa del plan (2005–2012) se resume a continuación.

El Plan Siembra Petrolera

El plan incluye la inversión de una significativa cantidad de recursos en los sectores aguas arriba y aguas abajo de la industria petrolera, así como también en el sector gasífero, en los próximos 6 años. Las

inversiones estimadas alcanzan los 56 mil millones de dólares durante este periodo, las cuales se esperan que sean financiadas en un 70% por PDVSA, mientras que el resto se espera que sea asumido por las empresas privadas. El objetivo es aumentar el nivel de producción hasta 5,4 millones de barriles por día (MBPD) para el año 2012. El desarrollo de la Faja Petrolífera del Orinoco, una de las mayores reservas petroleras del mundo, es clave para el éxito del plan. Se espera que esta área produzca 1,2 MMBPD de petróleo para el 2012,

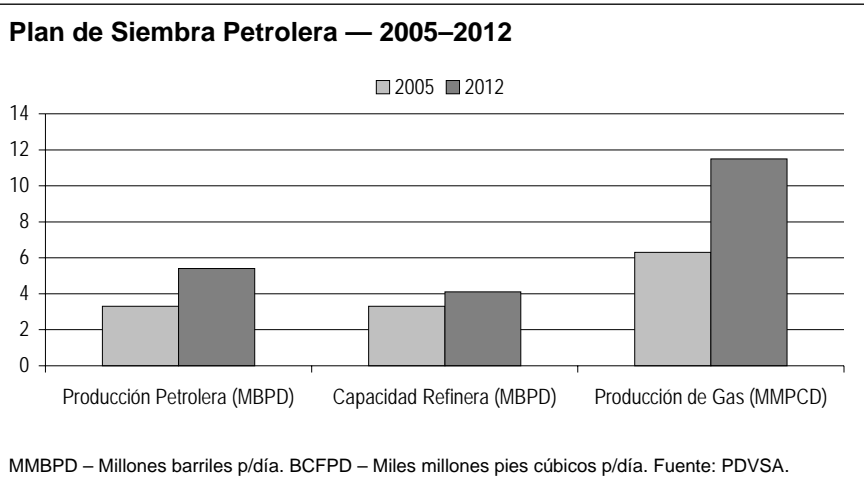
vea Inversiones Petroleras Venezolanas durante los Próximos Seis Años en página 17

COMPAÑÍAS DE TELECOMUNICACIONES DE LÍNEA FIJA DE BRASIL: ENTRANDO A LA TERCERA FASE

viene de página 16

siendo que la producción actual se ubica en 600.000 barriles por día (BPD), mientras que las inversiones proyectadas para el desarrollo de esa área alcanzan los 15,4 mil millones de dólares. Con el fin de aumentar la producción petrolera total, las actividades de exploración requerirían completar 196 nuevos pozos, agregando 8,6 mil millones de barriles al actual nivel de reservas petroleras. Se espera que las inversiones aguas arriba superen los 37 mil millones de dólares. En el sector aguas abajo de la industria petrolera, las inversiones incluyen la construcción de tres nuevas refinerías locales con las siguientes capacidades: Cabruta (400.000 BPD), Batalla de Santa Ines (50.000 BPD) y Caripito (50.000 BPD). Además, el plan incluye mejoras en las refinerías existentes de Puerto La Cruz, Amuay, El Palito y Cardón, que procesan un total de 1,28 MMBPD, así como también la construcción o actualización de las refinerías ubicadas en Cuba, Jamaica, Brasil y Uruguay (otros 245.000 BPD). Se espera que las inversiones totales aguas abajo alcancen los 16,5 mil millones de dólares. Los mercados objetivos para los productos petroleros de Venezuela incluyen Asia, Europa y el Caribe, éste último enmarcado en el acuerdo Petrocaribe.

Por otra parte, el gobierno Venezolano planea desarrollar la industria del gas, tomando en consideración el hecho de que el país posee la octava reserva de gas más grande del mundo, con reservas comprobadas cercanas a los 150 billones de pies cúbicos. La mayor parte de las reservas de gas se encuentran localizadas costa afuera al norte y el nordeste del país,



con una extensión cercana a los 500.000 kilómetros cuadrados (km²), siendo que el plan estipula que estas áreas reciban inversiones por el orden de 16,8 mil millones de dólares.

Principales Desafíos

El anuncio del lanzamiento del Plan Siembra Petrolera intenta aprovechar la coyuntura generada por los altos precios del petróleo. Asimismo, considerando los bajos niveles de endeudamiento de PDVSA, la empresa podría asumir una mayor cantidad de deuda para financiar su participación en el plan de inversiones. Sin embargo, existen ciertas consideraciones que podrían dificultar el alcance de los ambiciosos objetivos presentes en el plan. Los desafíos se encuentran relacionados con el esquema de prioridades del gobierno entre los objetivos sociales y el negocio del petróleo, siendo que PDVSA ha estado

financiando de manera significativa los diversos planes sociales del gobierno venezolano. Otro punto a considerar es la disposición de las empresas privadas, tanto locales como internacionales, para tomar riesgos en el sector petrolero venezolano, considerando los recientes cambios a la estructura legal y fiscal que rigen a las empresas privadas que se encuentran en el sector (ver el Informativo Trimestral Latinoamericano de junio de 2005). Los altos precios del petróleo podrían mitigar estos desafíos, ya que generan una gran cantidad de recursos al gobierno y un sólido retorno sobre las inversiones privadas; sin embargo, una eventual baja en el precio del petróleo podría debilitar la capacidad del gobierno para cumplir con las inversiones de capital requeridos por el plan, además de minar el atractivo de las inversiones petroleras venezolanas para las empresas privadas. ■

REPÚBLICA DOMINICANA Y MIGA CREAN ESTRUCTURA ÚNICA PARA CARRETERAS CON PEAJE

Samuel Fox

En febrero, Autopistas del Nordeste Ltd. (AdN) aseguró el financiamiento por \$163 millones para la construcción de una nueva carretera con peaje en República Dominicana. La transacción recibió apoyo

adicional, en la forma de una garantía parcial sin riesgo político, que entregara la Multilateral Guarantee Investment Agency (MIGA). La participación de la MIGA fue algo único, en el sentido que la cobertura

fue más allá de la típica transferencia de dinero y las políticas de mitigación de convertibilidad de la agencia.

COMPAÑÍAS DE TELECOMUNICACIONES DE LÍNEA FIJA DE BRASIL: ENTRANDO A LA TERCERA FASE
viene de página 17

La transacción es una securitización de las futuras ganancias por peajes y se beneficia de una garantía de ganancias mínimas (GGM) que brinda el gobierno de República Dominicana. El proyecto comenzó su fase de construcción, pero no se espera que la carretera de 106 kilómetros se termine de construir en menos de dos años. Se espera que la carretera estimule el desarrollo que los balnearios del área del norte de la península Samana de República Dominicana. Los importantes ahorros de tiempo y costos por sobre las alternativas ya existentes debieran mejorar la viabilidad económica de la carretera.

El repago de los bonos puede llegar desde varias fuentes. Primero, los flujos que producirá el tráfico por la carretera, aunque el nivel de ganancias por peaje sigue siendo algo incierto considerando la naturaleza completamente nueva del proyecto. La segunda opción es la GGM que entrega el gobierno, cuyo tamaño debe cubrir los gastos de la carretera, los pagos de servicio de deuda de los bonos y un retorno de equity de los auspiciadores. Finalmente, la MIGA ha brindado una cobertura en caso de incumplimiento de contrato diseñado como apoyo para la obligación del gobierno. La cobertura de la MIGA es por el 51% de valor facial de las notas vigentes.

La participación de la MIGA en la transacción permitió un alza de la clasificación de carretera con peaje

inherente y su GGM. La política de la agencia es condicional y está diseñada para ayudar a mitigar los riesgos específicos de la transferencia y la convertibilidad, el desorden civil y, lo más importante desde el punto de vista de Fitch, el incumplimiento de contrato. La cobertura de incumplimiento de contrato está diseñada para ayudar a contrarrestar cualquier pérdida que pudiera atribuirse a que el gobierno no está cumpliendo con la GGM. La dilución del valor último de la política de la MIGA se enfocó en un procedimiento de pago de reclamos que incluye los potenciales retrasos y la incertidumbre provocada por el arbitraje necesario, un requerimiento de pago para primas futuras a tomado directamente de las ganancias de los pagos de reclamos y la naturaleza de la repartición de recovery entre la MIGA y los tenedores de notas. De tal manera, la evaluación de Fitch respecto al valor presente neto de la cobertura condicional de la MIGA fue menor que el 51% informado de las notas vigentes. De manera similar, debido a los potenciales retrasos en el recibo de los pagos por parte de la MIGA, Fitch considera que la cobertura era menos efectiva en la reducción de la probabilidad de default y estaba mejor diseñada para reducir la severidad de la pérdida en caso de default.

La clasificación en B de Fitch para las notas senior refleja tanto la probabilidad de default para un pago oportuno de intereses

y el pago final de principal para la fecha de vencimiento en el año 2026, así como la recuperación mejorada en caso de default derivado de una garantía de riesgo político parcial que entrega la MIGA. Para obtener más información detallada sobre esta transacción, consulte el informe de pre venta publicado, “Autopistas del Nordeste (Caimán) Limitada” disponible en el sitio web de Fitch www.fitchratings.com.

Con todo, Fitch ve la participación de la MIGA en la transacción como algo positivo. La cobertura por incumplimiento de contrato de la MIGA tiene el potencial para amplias aplicaciones en todos los mercados emergentes. Además, si se estructura de manera apropiada, el producto debiera tener la capacidad de reducir la probabilidad de default (y no sólo la severidad de la pérdida) y, por lo tanto, el beneficio para las clasificaciones podría ser mucho más importante que en el caso de AdN. En particular, un producto más fuerte requeriría de un mayor grado de cobertura y características estructurales que servirían para mantener la liquidez sobre los bonos durante mientras se procesan los siniestros. Será interesante ver si la ayuda de la MIGA para la carretera con peaje de República Dominicana se repite en el futuro para las transacciones de otras regiones de mercados emergentes. ■

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

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

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

Para solicitar más información o suscribirse a Fitch Research:

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

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

Copyright © 2006 by Fitch, Inc., Fitch Ratings Ltd. and its subsidiaries. One State Street Plaza, NY, NY 10004. Telephone: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. Reproduction or retransmission in whole or in part is prohibited except by permission. All rights reserved. All of the information contained herein is based on information obtained from issuers, other obligors, underwriters, and other sources which Fitch believes to be reliable. Fitch does not audit or verify the truth or accuracy of any such information. As a result, the information in this report is provided "as is" without any representation or warranty of any kind. A Fitch rating is an opinion as to the creditworthiness of a security. The rating does not address the risk of loss due to risks other than credit risk, unless such risk is specifically mentioned. Fitch is not engaged in the offer or sale of any security. A report providing a Fitch rating is neither a prospectus nor a substitute for the information assembled, verified and presented to investors by the issuer and its agents in connection with the sale of the securities. Ratings may be changed, suspended, or withdrawn at anytime for any reason in the sole discretion of Fitch. Fitch does not provide investment advice of any sort. Ratings are not a recommendation to buy, sell, or hold any security. Ratings do not comment on the adequacy of market price, the suitability of any security for a particular investor, or the tax-exempt nature or taxability of payments made in respect to any security. Fitch receives fees from issuers, insurers, guarantors, other obligors, and underwriters for rating securities. Such fees generally vary from USD1,000 to USD750,000 (or the applicable currency equivalent) per issue. In certain cases, Fitch will rate all or a number of issues issued by a particular issuer, or insured or guaranteed by a particular insurer or guarantor, for a single annual fee. Such fees are expected to vary from USD10,000 to USD1,500,000 (or the applicable currency equivalent). The assignment, publication, or dissemination of a rating by Fitch shall not constitute a consent by Fitch to use its name as an expert in connection with any registration statement filed under the United States securities laws, the Financial Services and Markets Act of 2000 of Great Britain, or the securities laws of any particular jurisdiction. Due to the relative efficiency of electronic publishing and distribution, Fitch research may be available to electronic subscribers up to three days earlier than to print subscribers.