

INFORMATIVO TRIMESTRAL LATINOAMERICANO

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

SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO: EMERGE DESDE LAS CENIZAS

Ana Gavuzzo

Después de casi cuatro años, la crisis económica del 2001/2002 (durante la cuál las instituciones financieras enfrentaron el congelamiento de sus depósitos, la devaluación del peso argentino y la “pesificación” de ciertos elementos de sus estados financieros) parece finalmente superada. Las instituciones financieras vuelven a mostrarse rentables como resultado de su continuo esfuerzo por reactivar el negocio de la intermediación. Una fuerte alza en los préstamos de alta calidad para el sector privado, combinado con una significativa reducción en la exposición del sector público (a cerca de la mitad de los niveles registrados en el año 2004), así como el crecimiento estable tanto de los depósitos a la vista/ahorro y los depósitos a plazo, ha tenido un efecto

positivo sobre la rentabilidad. Por consiguiente, durante los primeros seis meses del año, las instituciones financieras pudieron consolidar el cambio experimentado en el año 2005.

El reciente desempeño financiero de los bancos argentinos ha cambiado considerablemente en comparación con el periodo 2002–2003, cuando los balances se vieron golpeados duramente por la crisis. Lo que es más importante, los márgenes financieros han prácticamente retornado a los niveles previos a la crisis (consulte la tabla de márgenes que acompaña este artículo). Mientras que las instituciones financieras mostraron bajos ingresos por interés neto (como porcentaje de los activos netos) en el año 2002 y 2003,

vea Sistema Financiero Argentino: Emerge desde las Cenizas en página 2

RESULTADOS DE LAS ELECCIONES EN BRASIL

Roger Scher

Las elecciones nacionales de Brasil realizadas en octubre del año pasado arrojaron como resultado un congreso profundamente dividido, sin coaliciones claras, lo que transforma al prospecto de la reforma económica en un desafío. La última vez que Fitch alzó las clasificaciones soberanas de Brasil (Issuer Default Ratings en moneda extranjera y local a largo plazo) a BB desde BB– fue en junio, reflejando la mejora de las finanzas externas del país, especialmente la marcada reducción de la exposición externa del sector público. El Outlook de las clasificaciones es Estable. No obstante, la incertidumbre respecto a la voluntad del

siguiente gobierno para aprobar una agenda de reformas pro-crecimiento, así como la existencia de posibles presiones que apuntan a relajar las políticas macroeconómicas, podrían desacelerar la mejora de la calidad crediticia del soberano de Brasil.

Aunque el Presidente Lula ganó la reelección con un mandato convincente, las elecciones al congreso, que también se efectuaron el pasado mes de octubre, arrojaron como resultado una legislatura profundamente fraccionada. El partido de centro PMDB ganó escaños en la cámara baja del congreso, con lo que se ha

vea Resultados de las Elecciones en Brasil en página 5

EN ESTA EDICIÓN

Sistema Financiero Argentino:
Emerge desde las Cenizas..... 1

Resultados de las Elecciones
en Brasil..... 1

Aerolíneas Brasileñas: ¡Que
Sobreviva el Mejor!..... 5

Industria de Seguros de
América Central: Desempeño
Reciente y Proyecciones..... 8

Nueva Securitización de Activos
en México: Tarifas de Control
Vehicular en el Estado de
Nuevo León..... 13

Fitch Modifica Criterio para
Techos País..... 16

Enero 2007 • Volumen 5 • Edición 4

Envíe sus comentarios, sugerencias o ideas a:

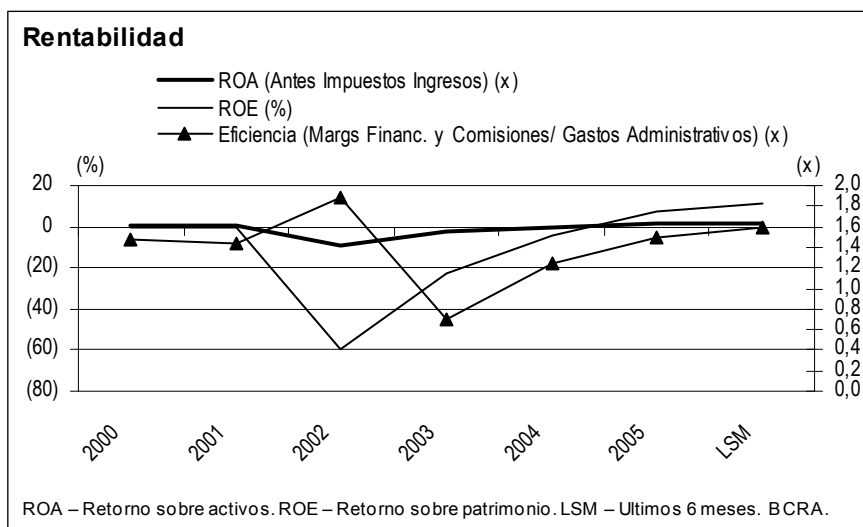
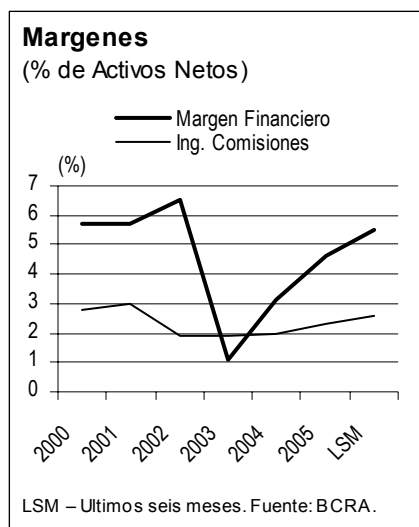
Christopher Kimble,
christopher.kimble@fitchratings.com

LINKS DE INTERES

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

SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO: EMERGE DESDE LAS CENIZAS

viene de página 1



durante los primeros seis meses del año 2006 las mismas registraron ingresos por interés neto más sustanciales, alcanzando niveles similares a los registrados en el año 2000, al hacer ajustes de acuerdo a la inflación (es decir, ingreso por interés más CER/CVS). Los ingresos por interés neto representaron un 3,3% del total de los activos durante los primeros seis meses del 2006, acercándose al 4% del total de activos registrados en el año 2000. Cada vez es más frecuente que los ingresos por interés, que desde la crisis han sido impulsados principalmente por los intereses obtenidos sobre los bonos y préstamos gubernamentales, provengan de los préstamos del sector privado, mientras que los gastos se han mantenido bajo control. Aunque esperamos que los préstamos al sector privado crezcan y beneficien los resultados, en el futuro cercano, es posible que eventualmente los márgenes se vean presionados debido a un alza en la competencia dentro del sector.

El reciente aumento en los ingresos por comisiones netas, impulsado por una sustancial alza en la cantidad de transacciones realizadas por el sistema financiero, ha entregado a los bancos argentinos una mayor diversificación de ingresos. Para junio del año 2006, los ingresos por comisiones netas representaban el 2,6% del total de activos,

una mejora desde que se registrara un 1,9% en el año 2002 y que se acerca al 2,8% previo a la crisis, en el año 2000.

Además, la mejora de la calidad de activos y el uso más eficaz de recursos, han quedado demostrados por una baja tanto en las provisiones por pérdida para préstamos como por los gastos administrativos. Sin embargo, esperamos que lo anterior aumente a medida que siga creciendo el volumen de préstamos. También debe destacarse que la rentabilidad sigue estando afectada negativamente por la amortización de pagos para la liberación ordenada por las cortes (que alcanza aproximadamente los ARS4,5 mil millones), así como el requisito del banco central para ajustar la valoración de los valores gubernamentales. Las antes mencionadas amortizaciones debieran estar completadas para el primer trimestre del 2008, aunque varios bancos ya han tomado la iniciativa de acelerar todas las amortizaciones correspondientes que les quedan. Cabe destacar que el retorno sobre activos (ROA, antes de impuestos por ingresos) del sistema creció desde el 0,4% del año 2000 hasta el 2% en el primer semestre del año 2006, después de registrar -8,7% en el año 2002.

La tendencia positiva registrada en la rentabilidad ha sido principalmente el resultado de un alza sostenida en la

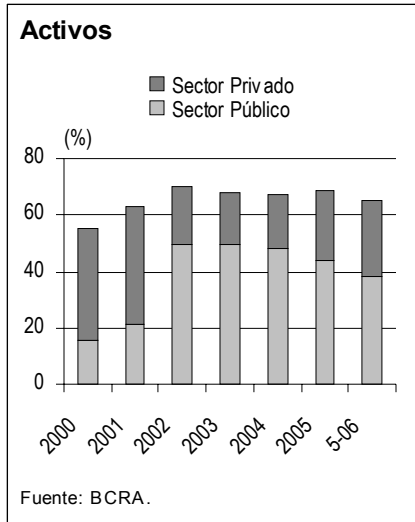
actividad económica del país. Esto último ha llevado al sector privado (tanto negocios como hogares) a expandir significativamente su demanda por préstamos, mientras que al mismo tiempo reduce el riesgo asociado con estos préstamos en todos los sectores de la economía.

Por el lado de los activos, los préstamos otorgados al sector privado se han recuperado sustancialmente alcanzando los ARS65,8 mil millones en el primer semestre del 2006, después de caer desde los ARS64,5 mil millones nominales en el año 2000 hasta apenas ARS33,4 mil millones en el año 2003. Sin embargo, como porcentaje de activos totales, los préstamos siguen teniendo un nivel bajo, 27,5%, comparado con el 39,4% registrado en el año 2000. El crecimiento de los préstamos ha sido impulsado principalmente por una expansión en las líneas crediticias para exportaciones, así como los préstamos de consumo no asegurados y los préstamos para empresas (principalmente en la forma de *factoring* y avances retirados desde las cuentas corrientes).

La tendencia dinámica observada en el otorgamiento de préstamos en el sector privado ha sido posible principalmente por que el gobierno argentino ha registrado un

SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO: EMERGE DESDE LAS CENIZAS

viene de página 2



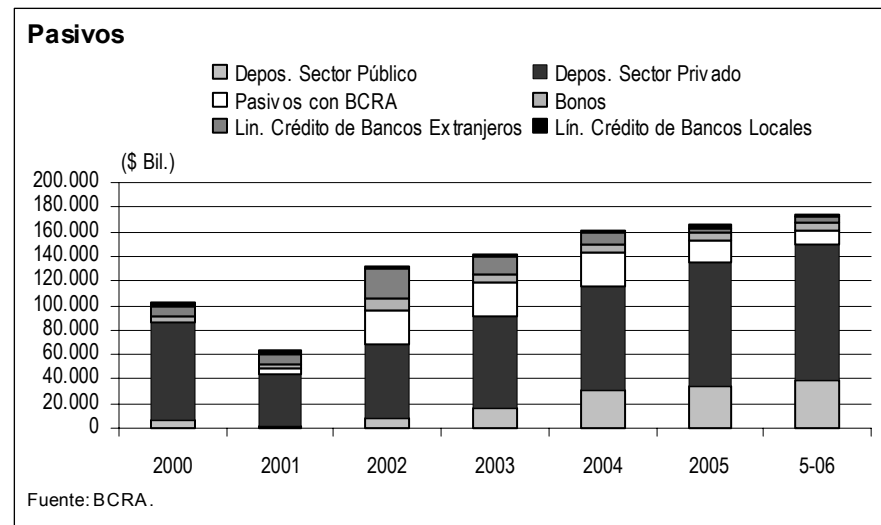
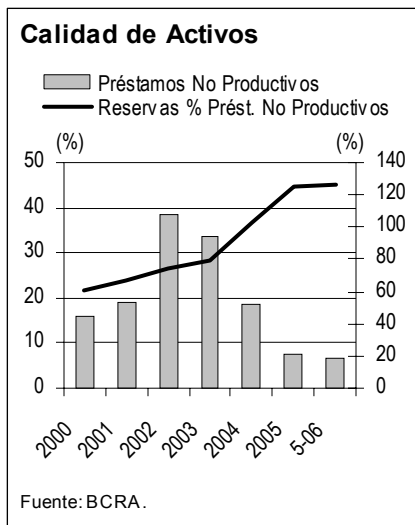
superávit fiscal, que ha permitido al sistema financiero reducir su exposición al sector público para concentrarse en el sector privado. Si bien la exposición al sector público (préstamos y valores públicos como un porcentaje del total de activos) sigue siendo relativamente alta con un 36,4%, comparado con el 15,5% registrado antes de la crisis, ésta ha bajado considerablemente desde casi el 50% en el año 2003 y el 44% registrado en diciembre de 2005. También se debe mencionar que sólo los LEBACS/NOBACS (instrumentos del banco central que se usan a menudo

para colocar superávit de liquidez) representan más del 10% de los activos totales a junio de 2006. Por ende, al realizar ajustes para estos instrumentos, la exposición del sector público baja al 24,1%, equivalente a cerca del doble del patrimonio del sistema. Además, debe notarse que la exposición al sector público difiere de manera significativa entre los bancos privados y públicos. Al realizar ajustes para los antes mencionados instrumentos del banco central, los bancos públicos exhiben un índice de hasta un 30%, mientras que los bancos privados muestran un índice del 19,9%.

De manera similar, durante el primer semestre del 2006, los préstamos privados representaron hasta el 78,2% del total de préstamos para bancos privados, pero sólo el 62,5% de las carteras de préstamos de los bancos públicos, llevando a un promedio del 73,8% del sistema como un todo. Fitch Ratings piensa que la participación de los préstamos privados en la cartera general de los bancos seguirá creciendo, ya que la demanda por préstamos privados sigue expandiéndose rápidamente. Finalmente, debe mencionarse que la mayor parte de los deudores que ha estado sujeto al esquema de calce del banco central (que permitía que los bancos postergaran el pago de sus deudas con el banco central hasta que llegara el momento en que los valores

gubernamentales que mantuvieran los bancos vencieran) ha pagado sus obligaciones. Sólo tres entidades bancarias mantienen este tipo de pasivo en sus balances, por lo que la deuda de los bancos con el banco central ha disminuido desde los ARS27,8 mil millones en el año 2002 hasta los ARS11,4 mil millones en junio de 2006. Los actuales niveles de préstamos no productivos son históricamente bajos, beneficiándose tanto de la recuperación de la economía como de la dilución asociada con el rápido crecimiento de los préstamos. Por ende, si bien los préstamos no productivos del sector privado representaron el 16% del total de préstamos en el año 2000 y el 33,5% en el 2003, su porcentaje bajó a sólo el 5,8% para junio de 2006. Además, las conservadoras políticas de los bancos han llevado los índices de cobertura general desde el 61,1% en el año 2000 hasta el 121,9% en el 2006. Sin embargo, en el mediano plazo, y a medida que la cartera post-crisis del sistema crece y vence, esperamos que tanto la calidad de los activos como los índices de cobertura se deterioren levemente.

Sin embargo, los bancos siguen encontrando dificultades para obtener financiamiento a largo plazo (365 días o más), a pesar de sus esfuerzos para normalizar su estructura de pasivos. Con el



vea Sistema Financiero Argentino: Emerge desde las Cenizas en página 4

SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO: EMERGE DESDE LAS CENIZAS

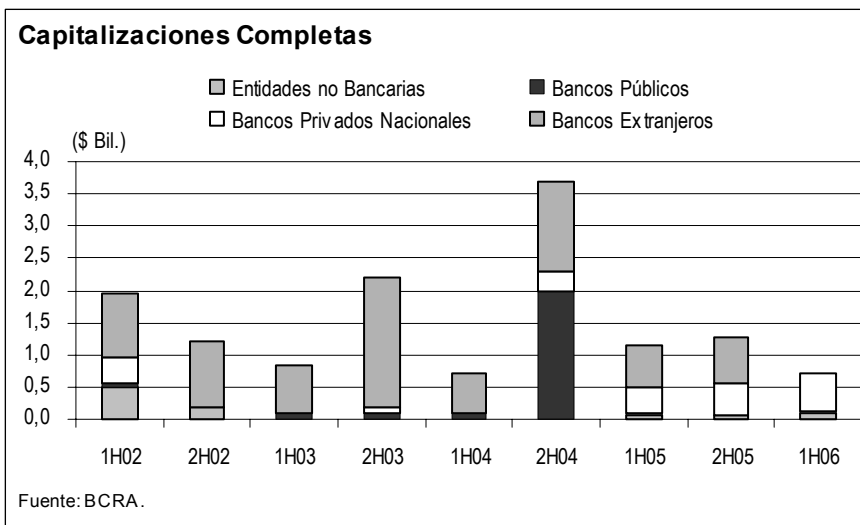
viene de página 3

fin de resolver este problema recientemente el banco central ha introducido y las inversiones, incluyendo mayores requisitos de reservas para los depósitos a la vista y de ahorro, así como la eliminación de los pagos de interés para estas reservas. Se espera que las nuevas regulaciones impulsen un cambio desde los depósitos a la vista y de ahorros a los depósitos a plazo, con lo que aumentaría el plazo promedio de los depósitos.

La intermediación financiera ha aumentado en parte como resultado del alza continua en los depósitos totales. En el primer semestre del 2006, los depósitos a plazo aumentaron a un ritmo mucho más rápido (10%) que los depósitos a la vista y de ahorro (5%), permitiendo que los bancos mejoren su mix de cartera de préstamos del sector privado. Sin embargo, mientras que los depósitos han aumentado en casi un 70% desde el año 2000, los depósitos a plazo (ARS48,4 mil millones en el primer semestre del 2006) siguen sin volver a los niveles previos a la crisis (ARS53,9 mil millones en el año 2000). Además, los depósitos a la vista y de ahorro han aumentado desde los ARS19,4 mil millones en el año 2000 a los ARS57,7 mil millones en el primer semestre del año 2006. De manera similar, los depósitos del sector público aumentaron desde los ARS7,2 mil millones en el año 2000 hasta los ARS40,4 mil millones en el primer semestre del 2006.

Considerando que la mayor parte de la expansión proviene de los depósitos a corto plazo, la capacidad a largo plazo de los bancos para otorgar préstamos es altamente limitada, un problema que debe abordarse si se desea que las mejoras del desempeño se sostengan en el largo plazo.

También es necesario aumentar el financiamiento para los vencimientos mediante fuentes alternativas de financiamiento, tales como emisiones de bonos, líneas de crédito con bancos extranjeros y securitizaciones de carteras. Si bien la deuda con bancos extranjeros ha disminuido sustancialmente en comparación con los niveles previos a la



crisis, se ha observado el fenómeno opuesto en términos de emisión de deuda local. Sin embargo, mientras que la presencia de los bancos en los mercados locales de capital ha aumentado en importancia principalmente mediante la securitización de hipotecas y préstamos de consumo, éstos siguen representando una pequeña parte del mix total de pasivos del sistema. En un futuro, Fitch piensa que este tipo de financiamiento seguirá siendo secundario respecto a los depósitos para los grandes bancos del país.

Impulsado principalmente por una mayor rentabilidad, el patrimonio general del sistema aumentó en más del 10% en el primer semestre del año 2006 comparado con diciembre del año 2005 y en hasta un 25% comparado con enero del 2005. Otro importante factor para el crecimiento del patrimonio han sido las inyecciones de capital suministradas después de la crisis, principalmente en la forma de la capitalización de los pasivos existentes (en particular, para los bancos extranjeros privados). Los índices de capital (valor neto/activos netos) ajustados para los pagos relacionados con las liberaciones ordenadas por las cortes se encuentran en línea (aproximadamente el 10%) con aquellos registrados en el año 2000.

Los indicadores de solvencia, tales como el índice de activos ponderados a patrimonio/riesgo, que se encuentra en el 16,5%, actualmente superan no sólo los requerimientos locales, sino que también los niveles mínimos recomendados internacionalmente, permitiendo que siga creciendo el otorgamiento de préstamos del sector privado, mientras se preserva la fortaleza del sistema. Sin embargo, debe destacarse que la exposición del sector público, que sigue representando una parte importante de los activos, hasta el momento no se ha visto sujeta a requerimientos de reservas de capital. Si se impusieran estos requerimientos sobre los bonos gubernamentales con el fin de cumplir con los estándares internacionales en términos de medidas de ponderación de riesgo (por ejemplo, Basilea II), el sistema podría verse presionado para conseguir capital adicional. Finalmente, no todos los bonos gubernamentales deben valorarse de acuerdo al mercado, que es el caso de los bonos que son propiedad de los bancos públicos, en particular.

En suma, la tendencia positiva del desempeño financiero que comenzó durante los primeros seis meses del año 2006, y que ayudó a restaurar la confianza del mercado en las prácticas de negocios de la industria y alimentando la expectativa de un continuo crecimiento en la rentabilidad

SISTEMA FINANCIERO ARGENTINO: EMERGE DESDE LAS CENIZAS

viene de página 4

para el futuro cercano. No obstante, debido a que el desempeño del sistema financiero se encuentra fuertemente relacionado a la

evolución de la economía, es importante que Argentina continúe con sus esfuerzos

por crear buenas políticas fiscales y un crecimiento económico sostenido. ■

RESULTADOS DE LAS ELECCIONES EN BRASIL

viene de página 2

transformado en el partido con mayor presencia en esa cámara. Actualmente no se encuentra afiliado con el gobierno ni con la oposición, por lo que el PMDB podría transformarse en la clave para gobernar Brasil en los siguientes cuatro años, incluso si se considera que el partido perdió asientos en el Senado (cámara alta), entregando su posición de liderazgo al PFL, uno de los principales partidos de la oposición. La actual coalición de partidos opositores encabezada por el PSDB ganó asientos en la cámara baja, aunque le faltaron cerca de 30 puestos para alcanzar a la coalición PT y su liderazgo; con 223 asientos, ésta última coalición se encuentra a poca distancia de obtener una mayoría simple.

Además, una nueva regla electoral (la "cláusula de barrera mínima") penaliza a los partidos que no logran alcanzar un umbral mínimo de votos, haciendo que las existentes coaliciones sean insostenibles. Por ende, el Presidente Lula no sólo deberá convencer al partido PMDB para que se una a alguna coalición, sino que también deberá convencer a los partidos de oposición para obtener los votos del 60% de ambas cámaras, cantidad necesaria para reformar la constitución. La constitución de Brasil regula hasta los aspectos más mínimos de la política pública, lo que hace necesario realizar enmiendas constitucionales para reformas económicas comunes.

Con el fin de mantener el actual nivel de tributaciones y para asegurar la flexibilidad de los gastos, se necesitarán enmiendas

constitucionales que extiendan el plazo para pagar los impuestos relacionados con las transacciones financieras CPMF y DRU para liberar provisiones, las cuales expiran este año.

El alza que otorgara Fitch a las clasificaciones soberanas de Brasil el pasado mes de junio no sólo reflejaba la mejora de las finanzas externas, sino que el supuesto de que la sólida política macroeconómica del país se mantendría en la siguiente administración. El compromiso con un considerable superávit del presupuesto primario (actualmente 4,25% del PIB), así como con una prudente política monetaria dirigida a controlar la inflación y con una tasa de cambio flexible, ha promovido una baja en la inflación y un declive en las tasas de interés reales en años recientes.

Aún así, el crecimiento del gasto público fue muy fuerte en el año de elecciones, con un gasto federal real que aumentó un 9,6% en el primer semestre del 2006. Es probable que el nuevo gobierno frene los gastos con el fin de cumplir con el objetivo de superávit primario para este año. Cualquier otra acción contraria a ese compromiso con las sólidas políticas macro que se registre en los próximos años podría resultar en el deterioro de la calidad crediticia del soberano. Fitch monitoreará de cerca las personas que elija el próximo gobierno para ocupar puestos clave relacionados con políticas económicas, así como las declaraciones que realice acerca de la continuidad de las políticas macro.

En un plazo más largo, sin embargo, no bastan las buenas políticas macro. Las reformas pro-crecimiento son la única manera de hacer que la pesada carga de deuda gubernamental de Brasil, que registra un 70%-75% del PIB, tome una clara ruta a la baja; esta es también la única manera de que Brasil experimente una marcada mejora en su calidad crediticia soberana.

La lista de reformas que podría mejorar las proyecciones de crecimiento y la dinámica de la deuda pública es conocida: independencia del banco central; reforma de la seguridad social; un régimen tributario más orientado a los negocios y, finalmente, una carga tributaria más liviana; liberación permanente de los ingresos y un control general de los gastos; reforma laboral, flexibilizar las restricciones para contratar y despedir; reformas microeconómicas y políticas que promuevan la inversión en infraestructura; así como también reformas que incentiven la competencia en el sector financiero. Considerando el pesado calendario electoral de Brasil, la aprobación temprana de las reformas es crucial para el éxito del nuevo gobierno.

Además de la reforma económica, la calidad crediticia del soberano en Brasil se vería beneficiada por una reforma política que refuerce a los partidos políticos y reduzca la actual fragmentación del poder, lo que mejoraría las proyecciones para establecer políticas públicas significativas. ■

AEROLÍNEAS BRASILERAS: ¡QUE SOBREVIVA EL MEJOR!

Debora Jalles, Giovanna Caccialanza

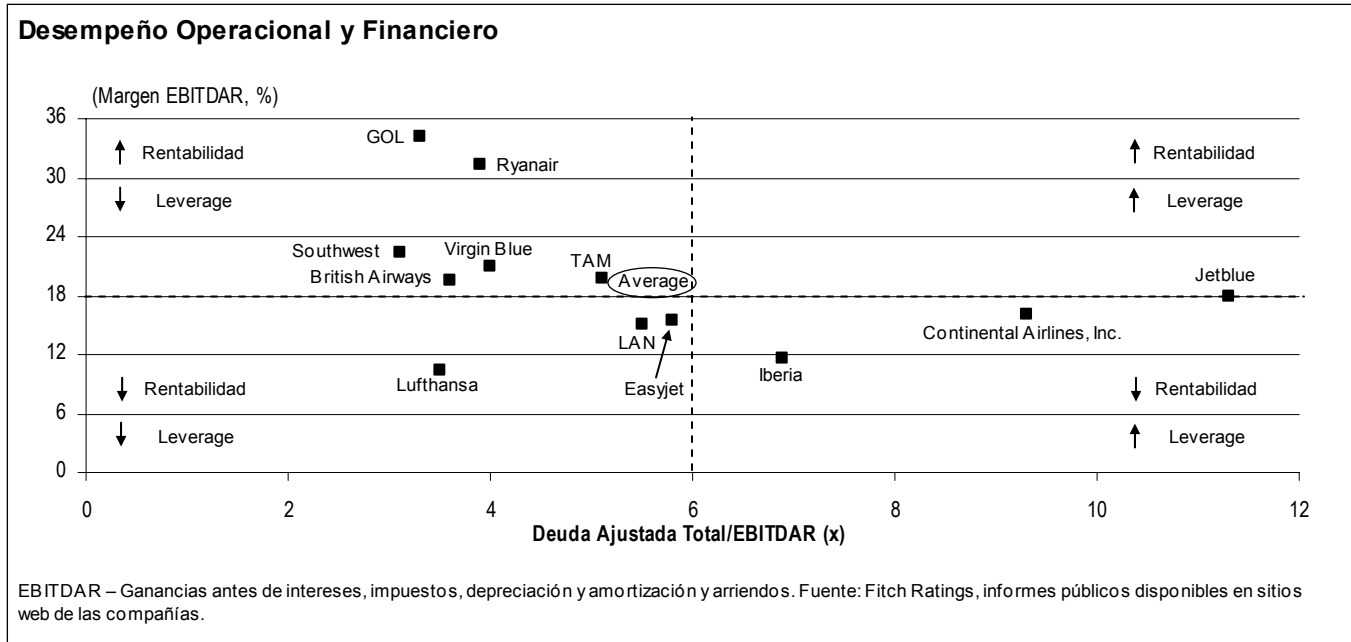
A lo largo de los seis años anteriores, la industria de las aerolíneas brasileras ha

sufrido importantes cambios. La entrada en el año 2001 de un nuevo competidor con

innovadores conceptos operacionales y financieros aumentó la competencia y

AEROLÍNEAS BRASILENAS: ¡QUE SOBREVIVA EL MEJOR!

viene de página 5

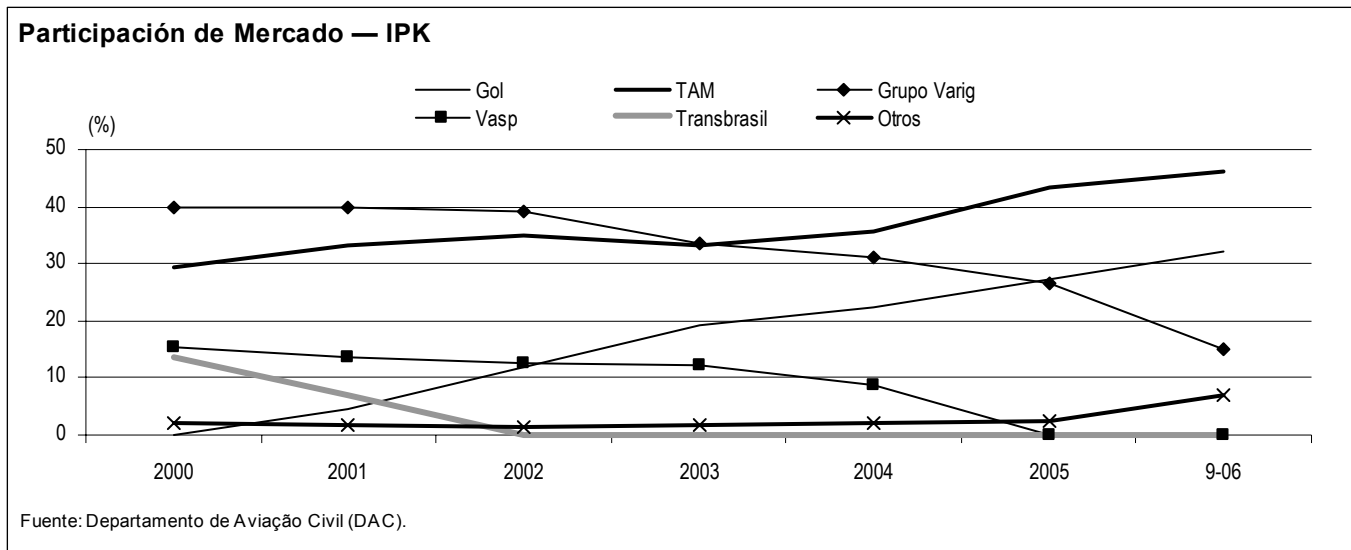


expuso las debilidades de aquellos operadores cuyos balances se encontraban en problemas debido a la devaluación del Real, ocurrida en enero de 1999. Por ende, desde el año 2001, las actividades de las tres aerolíneas más tradicionales de Brasil se han visto interrumpidas o limitadas significativamente. Las ineficiencias operativas históricas de las compañías, así

como sus deficientes estructuras de capital, empeoraron de manera importante entre los años 2001 y 2003, como resultado de varios factores, incluyendo los eventos de septiembre 11 de 2001 (una de las causas de la reducción en la demanda por vuelos), una continua devaluación de la moneda local y la antes mencionada entrada de un competidor más agresivo y eficiente. Ya no

fue posible sostener pasadas deficiencias, sostenidas por regulaciones más débiles y estrictos controles de precios, en este nuevo escenario, por lo que importantes aerolíneas brasileñas debieron salir del mercado.

En opinión de Fitch, una fuerte disciplina de costos y la fortaleza de capital se han



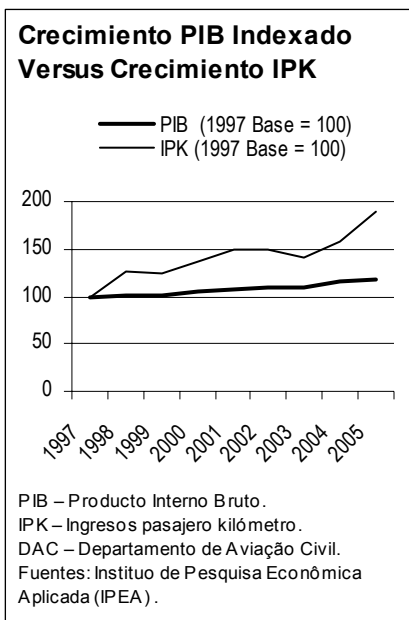
AEROLÍNEAS BRASILENAS: ¡QUE SOBREVIVA EL MEJOR!

viene de página 6

transformado en factores esenciales para la supervivencia de las aerolíneas del país, las que operan en una industria extremadamente sedienta de capital y se encuentran sujetas a un aumento en la competencia, un alza en los costos de seguros y otras incertidumbres, tales como las fluctuaciones en la tasa de cambio y el precio del petróleo, así como a la inestabilidad económica. Fitch piensa que los fuertes márgenes operacionales, el bajo leverage y una alta liquidez debieran ser prioritarios para las compañías, con el fin de preservar su calidad crediticia y limitar sus riesgos de refinanciamiento bajo escenarios económicos adversos. Además, al entregar una mayor seguridad a los proveedores y prestadores, los costos de capital de las compañías debieran reducirse. Los severos problemas financieros que han enfrentado durante los años más recientes algunas de las compañías brasileñas más importantes destacan la importancia de convertir a la eficiencia de la estructura de costos y capital en una prioridad dentro de los planes estratégicos de las compañías con el fin de mantenerse competitivas dentro del actual escenario.

Nuevo Operador de Bajo Costo Impone Nuevas Condiciones de Mercado

Con una estructura de costos eficiente que alcanza algunos de los estándares internacionales más altos, la nueva aerolínea brasileña GOL Linhas Aéreas Inteligentes S.A. (GOL) ha forzado al resto de la industria a ajustar sus estrategias rápidamente a las nuevas condiciones de mercado. TAM S.A. (TAM), consciente de los riesgos que el nuevo competidor impuso sobre su negocio, reformuló su enfoque estratégico rápidamente modernizando su flota, concentrando sus esfuerzos en la reducción de costos, aumentando su factor de naves para carga, mejorando el manejo de ganancias y, en general, acercando sus indicadores operacionales a los de GOL. Debido a sus altos costos fijos, las compañías que sobrevivieron han buscado alternativas para reducir los costos variables, tales como los gastos en marketing y ventas (cambiando a



ventas directas o por Internet) y los servicios de pasajeros (eliminando los servicios “premium” que se ofrecían a los pasajeros en el pasado). Con el fin de atraer clientes, actualmente las aerolíneas se centran en la eficiencia operacional (reflejada en las frecuencias y la puntualidad de los vuelos), su historial de seguridad y los atractivos términos de pagos. La seria situación financiera de Viação Aérea Riograndense S.A. (Varig), que fuera la mayor aerolínea de Brasil, en un momento de fuerte demanda interna por vuelos, abrió una excelente oportunidad para que otros participantes aumentaran su participación de mercado. Tanto TAM como GOL han asumido posiciones de liderazgo y, como resultado de esto, han ajustado sus flotas para cumplir con la creciente demanda sin comprometer su estructura de capital ni su rentabilidad. Actualmente, las dos mayores aerolíneas locales muestran importantes ventajas competitivas respecto a sus márgenes de costos/retornos, que se encuentran en línea con aquellos que muestran las aerolíneas internacionales reconocidas por su eficiencia operacional. La tabla “Desempeño Operacional y Financiero” muestra los indicadores de retornos y leverage tanto para TAM como para GOL y

los compara con aquellos de selectas aerolíneas internacionales.

Debido a los serios problemas (particularmente financieros) que enfrentaba la industria, los que resultaron en la salida de algunos competidores del mercado, el gobierno brasileño comenzó a adoptar medidas para reestablecer un equilibrio entre la oferta y la demanda por los servicios de viajes aéreos, limitando las autorizaciones que presentaban las compañías para volar en nuevas rutas, aumentar las frecuencias de los vuelos o adquirir nuevas naves. Tal tipo de autorizaciones sólo se entregaron cuando se presentaban con el apoyo de estudios de viabilidad económica y financiera. La adopción de límites de cupos máximos para cada compañía, así como la liberalización de las tarifas aéreas, combinada con la existencia de desequilibrios más pequeños entre la oferta y la demanda, fomentaron la recuperación de la industria de las aerolíneas brasileñas. Como resultado de lo anterior, el factor de carga general de la industria creció desde el 58% en el año 2001 hasta más del 70% en el 2005.

Brasil: Entre los Mercados de Viajes Aéreos para Pasajeros con más Rápido Crecimiento

Fitch piensa que el mercado de viajes aéreos de Brasil, el quinto más grande del mundo, tiene un importante potencial de crecimiento debido a su baja tasa de penetración comparada con sus países vecinos, tales como Argentina y Chile, o mercados más desarrollados, tales como el de Estados Unidos. De acuerdo al Departamento de Aviación Civil (DAC), en el año 2005 se registró un total de 35,8 millones y 5 millones de abordajes locales e internacionales en Brasil, respectivamente, cifra relativamente baja al compararla con una población total aproximada de 184 millones de personas. En contraste, un país desarrollado como Estados Unidos, registró 670,4 millones y 68,2 millones de abordajes nacionales e internacionales en el año 2005, respectivamente, comparados con una población total de 293 millones de personas. Si bien el mercado de los Estados

AEROLÍNEAS BRASILENAS: ¡QUE SOBREVIVA EL MEJOR!

viene de página 7

Unidos no es una referencia adecuada para Brasil considerando su nivel de madurez e ingresos, estas estadísticas destacan el potencial de crecimiento que existe en un país en que el 96% del transporte de pasajeros se realiza por carreteras.

De hecho, actualmente, los viajes aéreos representan sólo el 2% del sector de transporte de pasajeros en Brasil. La demanda por transporte aéreo se relaciona principalmente con negocios, con un 70% del mercado, mientras que los viajes por placer representan el restante 30%.

No obstante, se ha observado una nueva tendencia en el transporte de pasajeros en años recientes. En el pasado, los servicios de viajes aéreos eran accesibles sólo para individuos con altos niveles de ingresos, lo que explicaba la baja tasa de penetración del sector. Sin embargo, en años más recientes, la disponibilidad de los operadores de bajos costos, junto con el aumento del ingreso para gastos suntuarios y un mayor acceso al crédito, han llevado a un alza en la cantidad de viajes realizados por pasajeros que nunca o rara vez hayan viajado anteriormente.

Debido a que los viajes aéreos de pasajeros se relacionan en gran medida con el desempeño general de la economía, éstos son extremadamente sensibles a las variaciones del ciclo económico del país. Históricamente, la tasa de crecimiento de la industria aérea de Brasil ha sido de aproximadamente 2,5 veces (x) el crecimiento registrado en la economía general. Sin embargo, en años recientes se ha observado un importante despegue de este indicador histórico (consultar gráfico que acompaña el artículo). De acuerdo al DAC, la demanda de vuelos locales aumentó un 12% el año 2004; un 20% el 2005 y un 22% durante el primer semestre del año 2006. De manera similar, el factor de carga de la industria creció en 5,5 p.p. hasta un 65,6% en el año 2004 y en otros 4,6 p.p. hasta el 70,2% en el año 2005. Los factores de carga siguieron creciendo en el primer semestre del año 2006, alcanzando un 71,1% durante ese periodo.

Se Mantienen los Desafíos

Sin embargo, el sector sigue enfrentando desafíos importantes para el futuro, en particular en términos del aumento en la

competencia. TAM y GOL no seguirán compitiendo con compañías ineficientes que no tienen recursos financieros sino entre sí, mientras intentan prevenir el despegue de compañías pequeñas, tales como OceanAir y BRA, que buscan explotar el vacío que dejara Varig. Aunque el futuro de Varig es incierto, su recuperación no debe descartarse. Con el fin de seguir siendo competitivas, las aerolíneas brasileñas se encuentran actualmente expandiendo energéticamente su capacidad, agregando una cantidad significativa de nuevos aviones a sus flotas (tanto GOL como TAM planean adquirir 30 unidades para el año 2010). Si el crecimiento por la demanda no alcanza a cubrir las proyecciones de la industria, el desequilibrio resultante entre la oferta y la demanda podría llevar eventualmente a un regreso a las prácticas predatorias, tales como las guerras de tarifas y un consecuente declive en la rentabilidad de todas las compañías del sector. ■

INDUSTRIA DE SEGUROS DE AMÉRICA CENTRAL: DESEMPEÑO RECIENTE Y PROYECCIONES

Eduardo Recinos Schönborn

Desempeño Primer Semestre 2006

La industria de seguros de América Central creció considerablemente durante el primer semestre del año 2006. Las primas netas registraron sus mayores alzas en Nicaragua y El Salvador, con un crecimiento de año a año del 16,9% y el 18,5%, respectivamente. La expansión ocurrida en Nicaragua se debió principalmente a la aplicación de leyes que hicieron obligatorios los seguros para automóviles (Seguro Obligatorio de Automóviles - SOA), ya que actualmente el gobierno requiere pruebas de suscripción a seguros al renovar las matrículas de los automóviles. No obstante, a pesar del considerable crecimiento de las primas netas registrado en el 2006, la industria de

seguros de Nicaragua sigue siendo la más pequeña de la región. En El Salvador, el crecimiento se atribuyó a un alza en las operaciones de *fronting*, una mayor distribución de los productos mediante los canales bancarios y un mayor porcentaje de reaseguros realizados por compañías locales.

Mientras tanto, Guatemala y Honduras crecieron en un 7,6% y un 10,6%, respectivamente, durante el primer semestre del año 2006, comparado con el mismo periodo del año 2005. Asimismo, todos los países centroamericanos, con la excepción de El Salvador, presentaron una evolución favorable en términos de siniestros. En El Salvador, el índice de

siniestros (siniestros/primas) creció 1,5 puntos porcentuales (p.p.), hasta el 58,4%, debido tanto a los desastres naturales que golpearon al país en el año 2005 como al alza en su tasa de criminalidad, la que ya era bastante elevada (El Salvador tiene una de las tasas de criminalidad más altas de Latinoamérica). Por el contrario, Guatemala, que tiene el mayor índice de siniestros de la región (60,7%), experimentó una reducción general de siniestros, debido principalmente a la baja del índice de siniestros registrada en el sector automovilístico. Sin embargo, Nicaragua y Honduras registraron índices de siniestros similares a los registrados durante el año 2005, siendo la industria de seguros de Honduras la que mostró el

INDUSTRIA DE SEGUROS DE AMÉRICA CENTRAL: DESEMPEÑO RECIENTE Y PROYECCIONES

viene de página 8

menor índice de siniestros de la región (48,4%). El nivel general de eficiencia de la industria de seguros de la región se mantuvo similar al del año anterior. El saludable crecimiento de la actividad de seguros permitió que los gastos operacionales sobre las primas totales se mantuvieran sin cambios, comparados con los gastos del año 2005, a pesar del alza en los costos de compra. Los mayores costos de adquisición fueron el resultado tanto del mayor porcentaje de primas generado por los agentes (especialmente en Guatemala y en Nicaragua, donde el uso de agentes es más generalizado) como de los mayores cobros realizados por los bancos (en el caso de El Salvador). Mientras tanto, la industria de Honduras volvió a informar los mayores niveles de eficiencia de la región, considerando que la continua mejora de los procedimientos de back y front office de la mayor parte de las compañías ha llevado a un alza en su competitividad.

Por el contrario, el retorno sobre equity (ROE) general de la industria aumentó significativamente para fines de junio del año 2006, debido a que los resultados financieros se beneficiaron del alza en las tasas de interés en la mayoría de los países centroamericanos (lo que llevó a mayores retornos sobre las reservas relativamente considerables de las compañías) y de la mejora generalizada del desempeño operacional. Además, las utilidades extraordinarias impulsaron los resultados netos de algunos países, en particular los de Guatemala y Nicaragua, donde el ROE saltó hasta el 28%. Ostentando la industria de seguros más capitalizada y líquida de la región, el ROE de Honduras se mantuvo estable en el 24%. Sin embargo, el ROE alcanzó sólo el 18% en El Salvador.

Finalmente, el mercado de seguros de Costa Rica, actualmente un monopolio estatal cubierto por el Instituto Nacional de Seguros (INS), mostró un fuerte crecimiento y un retorno sobre inversiones mayor al promedio. La liberalización, un requisito del Tratado de Libre Comercio de América Central, o CAFTA, que aún no se firma, se alcanzará en etapas que comenzarán a aplicarse en el año 2008 y

que se espera se completen para el año 2011.

Proyecciones

La penetración de los seguros en América Central sigue siendo muy baja (cerca al 2% del PIB). Sin embargo, Fitch piensa que la industria tiene un enorme potencial de crecimiento. Los cambios regulatorios, tales como la aprobación de los seguros automovilísticos obligatorios en Honduras, resultarán en mayores alzas de las primas similares a las ya observadas en Nicaragua en los años 2003 y 2004. La futura apertura del mercado de seguros de Costa Rica a la competencia privada; las posibles reformas a las pensiones de algunos países, similares a los que ya se realizarán en El Salvador; y la aprobación de la regulación de pensiones vitalicias en El Salvador presentará considerables oportunidades de crecimiento para las aseguradoras de toda la región. La estabilidad de la moneda de la mayor parte de estos países debiera reforzar el atractivo de estos mercados, especialmente para las aseguradoras internacionales. Asimismo, el aumento en las tasas de las primas en toda la región también podría transformarse en una nueva fuente de potencial crecimiento para la industria. Una fuerte dependencia de los reaseguros y los bajos niveles de retención hacen que las compañías de seguros de América Central sean más vulnerables a los cambios en el mercado de los reaseguros internacionales. El desarrollo de nuevos canales de distribución también se transforma en un factor clave para estimular la penetración general en los siguientes años. Mientras que los bancos se han posicionado como un canal alternativo, 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 serán de crucial importancia para la evolución de las clasificaciones. La decisión adoptada por algunas compañías de la región, especialmente en El Salvador, de comprar cobertura de reaseguros no-proporcional requiere de altos niveles de

solvencia y políticas de precios y suscripciones conservadoras.

La caída de los retornos sobre las inversiones locales también requerirá que las aseguradoras alcancen mejores resultados técnicos con el fin de mantenerse rentables. Hasta hace poco, en algunos mercados de América Central, los resultados operacionales negativos seguían siendo compensados por los retornos sobre las inversiones, aunque la baja en las tasas de interés ha reducido continuamente su importancia relativa en los resultados finales de las compañías. Debido a que se espera que las tasas de interés sigan bajando en algunos países de América Central, se espera también que la contribución de los retornos sobre inversiones siga cayendo, en particular en el caso de Honduras y Nicaragua. Por el contrario, los retornos sobre las inversiones han comenzado a mostrar señales de alza en algunos otros países (en especial en El Salvador) desde el 2005, reflejando el alza de las tasas de interés de los Estados Unidos.

Fitch también espera ver algo de crecimiento en las líneas de seguros generales debido a la ratificación del CAFTA, ya que la integración comercial requiere una mayor cobertura de responsabilidad legal. Sin embargo, Fitch piensa que si bien se espera que la implementación del CAFTA sea un elemento clave en la promoción del crecimiento dentro de la industria, también fuerza a las aseguradoras a aumentar su competitividad en el futuro cercano.

La apertura de la industria de los seguros de la región hacia el mercado de Estados Unidos refuerza la importancia de un marco regulatorio adecuado con supervisión estricta para cada mercado local. De hecho, Fitch piensa que la regulación y la supervisión de seguros son clave para promover y asegurar la eficiencia de los mercados de seguros. Los cambios regulatorios en Nicaragua y Honduras establecieron mayores niveles de solvencia, además de requisitos de diversificación de inversiones similares a

INDUSTRIA DE SEGUROS DE AMÉRICA CENTRAL: DESEMPEÑO RECIENTE Y PROYECCIONES

viene de página 9

las que anteriormente adoptara El Salvador, alcanzándose una mayor fortaleza financiera. En Guatemala, se espera la aprobación de una nueva ley de seguros para fines del año 2006. Fitch piensa que estos cambios regulatorios y legales tendrán una influencia positiva sobre el sector, ya que están diseñadas para aumentar las reservas, la liquidez y la solvencia de las compañías. Por ende, las antes mencionadas medidas regulatorias debieran contribuir a la modernización del sector y, como resultado, tienen un efecto favorable sobre las clasificaciones. Asimismo, Fitch piensa que las buenas políticas de precios y reaseguros serán factores clave en el desempeño de las compañías de seguros de la región. Como ya se mencionara, los bajos niveles de retención y la fuerte dependencia de los reaseguros hacen que la industria de seguros de América Central sea vulnerable a los cambios en los mercados de seguros y reaseguros internacionales. La decisión adoptada por algunas compañías locales de adquirir reaseguros no-proporcionales transforma a las políticas sólidas de precios y suscripción basadas en rigurosos análisis operacionales en algo necesario para preservar la fortaleza financiera del sector. Sin embargo, debido al aumento en la competencia dentro de dichos mercados, estos requisitos no siempre se cumplen. En opinión de Fitch, a medida que aumenta la competencia, las compañías de seguros de la región deberán enfocarse en explorar canales de distribución alternativa y en entregar productos con valor agregado con el fin de diferenciarse de las otras. Las futuras mejoras del sector dependerán de la adopción de políticas de precios y manejo de riesgo adecuadas, así como de la reducción de los costos operacionales y el uso efectivo de los reaseguros.

Desempeño Primer Semestre 2006

La industria de seguros de América Central creció considerablemente durante el primer semestre del año 2006. Las primas netas registraron sus mayores alzas en Nicaragua y El Salvador, con un crecimiento de año a año del 16,9% y el 18,5%, respectivamente. La expansión ocurrida en Nicaragua se

debió principalmente a la aplicación de leyes que hicieron obligatorios los seguros para automóviles (Seguro Obligatorio de Automóviles - SOA), ya que actualmente el gobierno requiere pruebas de suscripción a seguros al renovar las matriculas de los automóviles. No obstante, a pesar del considerable crecimiento de las primas netas registrado en el 2006, la industria de seguros de Nicaragua sigue siendo la más pequeña de la región. En El Salvador, el crecimiento se atribuyó a un alza en las operaciones de *fronting*, una mayor distribución de los productos mediante los canales bancarios y un mayor porcentaje de reaseguros realizados por compañías locales.

Mientras tanto, Guatemala y Honduras crecieron en un 7,6% y un 10,6%, respectivamente, durante el primer semestre del año 2006, comparado con el mismo periodo del año 2005. Asimismo, todos los países centroamericanos, con la excepción de El Salvador, presentaron una evolución favorable en términos de siniestros. En El Salvador, el índice de siniestros (siniestros/primas) creció 1,5 puntos porcentuales (p.p.), hasta el 58,4%, debido tanto a los desastres naturales que golpearon al país en el año 2005 como al alza en su tasa de criminalidad, la que ya era bastante elevada (El Salvador tiene una de las tasas de criminalidad más altas de Latinoamérica). Por el contrario, Guatemala, que tiene el mayor índice de siniestros de la región (60,7%), experimentó una reducción general de siniestros, debido principalmente a la baja del índice de siniestros registrada en el sector automovilístico. Sin embargo, Nicaragua y Honduras registraron índices de siniestros similares a los registrados durante el año 2005, siendo la industria de seguros de Honduras la que mostró el menor índice de siniestros de la región (48,4%). El nivel general de eficiencia de la industria de seguros de la región se mantuvo similar al del año anterior. El saludable crecimiento de la actividad de seguros permitió que los gastos operacionales sobre las primas totales se mantuvieran sin cambios, comparados con los gastos del año 2005, a pesar del alza en

los costos de compra. Los mayores costos de adquisición fueron el resultado tanto del mayor porcentaje de primas generado por los agentes (especialmente en Guatemala y en Nicaragua, donde el uso de agentes es más generalizado) como de los mayores cobros realizados por los bancos (en el caso de El Salvador). Mientras tanto, la industria de Honduras volvió a informar los mayores niveles de eficiencia de la región, considerando que la continua mejora de los procedimientos de back y front office de la mayor parte de las compañías ha llevado a un alza en su competitividad.

Por el contrario, el retorno sobre equity (ROE) general de la industria aumentó significativamente para fines de junio del año 2006, debido a que los resultados financieros se beneficiaron del alza en las tasas de interés en la mayoría de los países centroamericanos (lo que llevó a mayores retornos sobre las reservas relativamente considerables de las compañías) y de la mejora generalizada del desempeño operacional. Además, las utilidades extraordinarias impulsaron los resultados netos de algunos países, en particular los de Guatemala y Nicaragua, donde el ROE saltó hasta el 28%. Ostentando la industria de seguros más capitalizada y líquida de la región, el ROE de Honduras se mantuvo estable en el 24%. Sin embargo, el ROE alcanzó sólo el 18% en El Salvador.

Finalmente, el mercado de seguros de Costa Rica, actualmente un monopolio estatal cubierto por el Instituto Nacional de Seguros (INS), mostró un fuerte crecimiento y un retorno sobre inversiones mayor al promedio. La liberalización, un requisito del Tratado de Libre Comercio de América Central, o CAFTA, que aún no se firma, se alcanzará en etapas que comenzarán a aplicarse en el año 2008 y que se espera se completen para el año 2011.

Proyecciones

La penetración de los seguros en América Central sigue siendo muy baja (cerca del 2% del PIB). Sin embargo, Fitch piensa que la industria tiene un enorme potencial de crecimiento. Los cambios regulatorios,

INDUSTRIA DE SEGUROS DE AMÉRICA CENTRAL: DESEMPEÑO RECIENTE Y PROYECCIONES*viene de página 10*

tales como la aprobación de los seguros automovilísticos obligatorios en Honduras, resultarán en mayores alzas de las primas similares a las ya observadas en Nicaragua en los años 2003 y 2004. La futura apertura del mercado de seguros de Costa Rica a la competencia privada; las posibles reformas a las pensiones de algunos países, similares a los que ya se realizaron en El Salvador; y la aprobación de la regulación de pensiones vitalicias en El Salvador presentará considerables oportunidades de crecimiento para las aseguradoras de toda la región. La estabilidad de la moneda de la mayor parte de estos países debiera reforzar el atractivo de estos mercados, especialmente para las aseguradoras internacionales. Asimismo, el aumento en las tasas de las primas en toda la región también podría transformarse en una nueva fuente de potencial crecimiento para la industria. Una fuerte dependencia de los reaseguros y los bajos niveles de retención hacen que las compañías de seguros de América Central sean más vulnerables a los cambios en el mercado de los reaseguros internacionales. El desarrollo de nuevos canales de distribución también se transforma en un factor clave para estimular la penetración general en los siguientes años. Mientras que los bancos se han posicionado como un canal alternativo, 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 serán de crucial importancia para la evolución de las clasificaciones. La decisión adoptada por algunas compañías de la región, especialmente en El Salvador, de comprar cobertura de reaseguros no-proporcional requiere de altos niveles de solvencia y políticas de precios y suscripciones conservadoras.

La caída de los retornos sobre las inversiones locales también requerirá que las aseguradoras alcancen mejores resultados técnicos con el fin de mantenerse rentables. Hasta hace poco, en algunos mercados de América Central, los resultados operacionales negativos seguían siendo compensados por los retornos sobre las inversiones, aunque la baja en las tasas de interés ha reducido continuamente su importancia relativa en los resultados finales de las compañías. Debido a que se espera que las tasas de interés sigan bajando en algunos países de América Central, se espera también que la contribución de los retornos sobre inversiones siga cayendo, en particular en el caso de Honduras y Nicaragua. Por el contrario, los retornos sobre las inversiones han comenzado a mostrar señales de alza en algunos otros países (en especial en El Salvador) desde el 2005, reflejando el alza de las tasas de interés de los Estados Unidos.

Fitch también espera ver algo de crecimiento en las líneas de seguros generales debido a la ratificación del CAFTA, ya que la integración comercial requiere una mayor cobertura de responsabilidad legal. Sin embargo, Fitch piensa que si bien se espera que la implementación del CAFTA sea un elemento clave en la promoción del crecimiento dentro de la industria, también fuerza a las aseguradoras a aumentar su competitividad en el futuro cercano.

La apertura de la industria de los seguros de la región hacia el mercado de Estados Unidos refuerza la importancia de un marco regulatorio adecuado con supervisión estricta para cada mercado local. De hecho, Fitch piensa que la regulación y la supervisión de seguros son clave para promover y asegurar la eficiencia de los mercados de seguros. Los

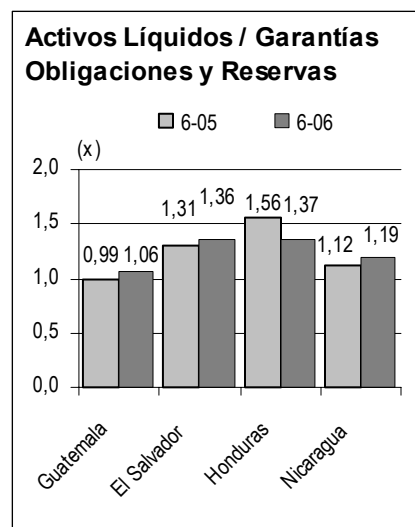
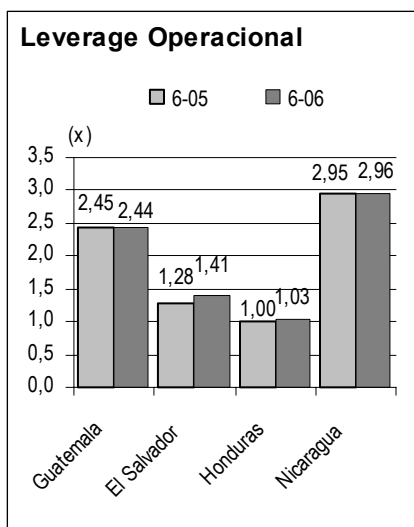
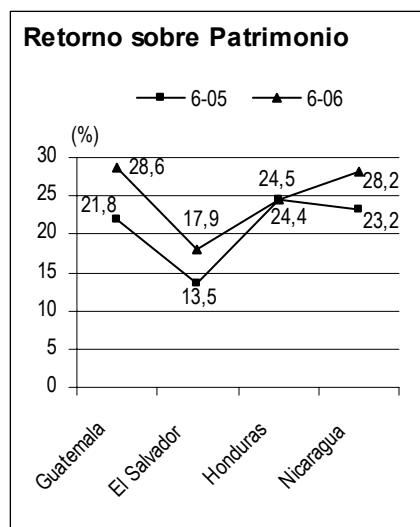
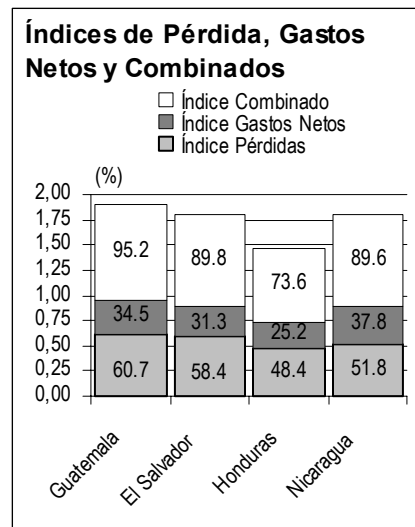
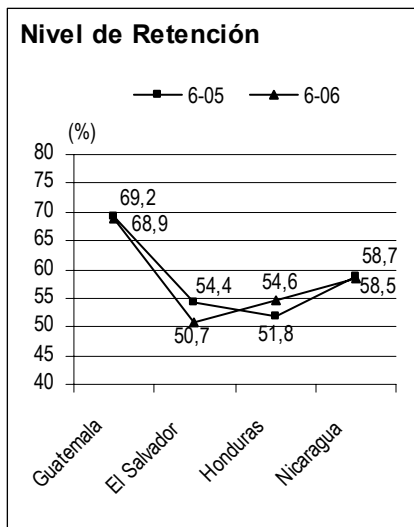
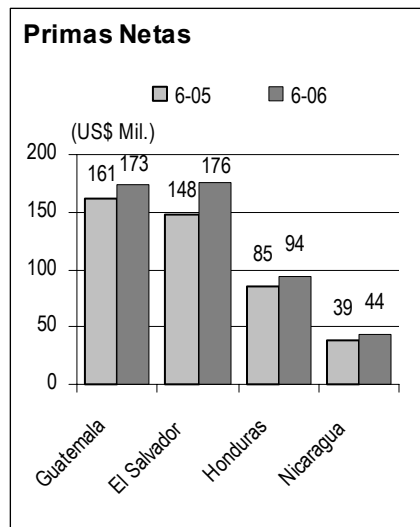
cambios regulatorios en Nicaragua y Honduras establecieron mayores niveles de solvencia, además de requisitos de diversificación de inversiones similares a las que anteriormente adoptara El Salvador, alcanzándose una mayor fortaleza financiera. En Guatemala, se espera la aprobación de una nueva ley de seguros para fines del año 2006. Fitch piensa que estos cambios regulatorios y legales tendrán una influencia positiva sobre el sector, ya que están diseñadas para aumentar las reservas, la liquidez y la solvencia de las compañías. Por ende, las antes mencionadas medidas regulatorias debieran contribuir a la modernización del sector y, como resultado, tienen un efecto favorable sobre las clasificaciones. Asimismo, Fitch piensa que las buenas políticas de precios y reaseguros serán factores clave en el desempeño de las compañías de seguros de la región. Como ya se mencionara, los bajos niveles de retención y la fuerte dependencia de los reaseguros hacen que la industria de seguros de América Central sea vulnerable a los cambios en los mercados de seguros y reaseguros internacionales. La decisión adoptada por algunas compañías locales de adquirir reaseguros no-proporcionales transforma a las políticas sólidas de precios y suscripción basadas en rigurosos análisis operacionales en algo necesario para preservar la fortaleza financiera del sector. Sin embargo, debido al aumento en la competencia dentro de dichos mercados, estos requisitos no siempre se cumplen. En opinión de Fitch, a medida que aumenta la competencia, las compañías de seguros de la región deberán enfocarse en explorar canales de distribución alternativa y en entregar productos con valor agregado con el fin de diferenciarse de las otras. Las futuras mejoras del sector dependerán de la adopción de políticas de precios y manejo de riesgo adecuadas, así como de la reducción de los costos operacionales y el uso efectivo de los reaseguros.

vea Industria de Seguros de América Central: Desempeño Reciente y Proyecciones en página 12

INDUSTRIA DE SEGUROS DE AMÉRICA CENTRAL: DESEMPEÑO RECIENTE Y PROYECCIONES

viene de página 11

Industria de Seguros de América Central — Primer Semestre 2006 y 2005



NUEVA SECURITIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO: TARIFAS DE CONTROL VEHICULAR EN EL ESTADO DE NUEVO LEÓN

Eduardo Hernandez, Humberto Pant

Hasta el año 2000, prácticamente la única manera que tenían las subnacionales mexicanas para obtener capital eran los préstamos bancarios, ya que el mecanismo del colateral era limitado y no garantizaba repagos oportunos, requisito indispensable para participar en el mercado primario. Con el surgimiento de los vehículos de propósitos especiales (Special Purpose Vehicles o SPV), es decir, los patrimonios, creados para manejar y financiar los repagos para las subnacionales, las emisiones de deuda ganaron aceptación y los bancos minoristas comenzaron a tener una participación sustancial en las ofertas de deuda pública. Los gobiernos estatales del país ingresaron por primera vez al mercado primario en diciembre del 2001. La resultante diversificación de sus fuentes de financiamiento permitió que estos gobiernos obtuvieran mejores términos al momento de emitir deuda.

Debido a que representa su principal fuente de utilidades, la participación del ingreso federal que tienen las subnacionales ha sido tradicionalmente el activo más usado para garantizar la deuda de las autoridades locales. Sin embargo, en tiempos más recientes, los gobiernos han comenzado a incorporar otros activos, tales como las utilidades obtenidas mediante impuestos sobre nóminas (en el caso de los estados) y las utilidades generadas con las tarifas de aguas (en el caso de las autoridades que manejan los servicios de aguas públicas). Además, algunas municipalidades han estado estudiando la posibilidad de asegurar sus préstamos con los ingresos tributarios inmobiliarios.

Nuevo León fue el primer estado en marcar los ingresos provenientes de las tarifas de control de vehículos motorizados (recolectadas por el operador estatal descentralizado Instituto de Control Vehicular [ICV]) como fuente de repago. El 26 de mayo de 2006, el ICV emitió un certificado en el mercado accionario (Stock Market Certificate – SMC) a 30 años por MXP2.676 mil millones (cerca de US\$240

millones), clasificado en AAA (mex) por Fitch. Esta emisión representa un importante evento en el mercado de deuda pública mexicana, no sólo porque la emisión descansa sobre un nuevo tipo de activo para garantizar el servicio de deuda, sino que también porque el término de la emisión excede significativamente el tiempo promedio registrado anteriormente para este tipo de transacciones.

Historia

En diciembre de 2005, el Congreso Estatal de Nuevo León creó el ICV, un organismo autónomo con sus propios activos y su propia estructura legal, con el propósito de regularizar el registro de vehículos en el estado. De acuerdo al Artículo 5 de la ley del ICV, los ingresos recolectados por el organismo se pueden asignar a un patrimonio. Considerando lo anterior, la junta de gobernadores del ICV autorizó la posibilidad de que todos los nuevos ingresos se asignen a un patrimonio irrevocable (SPV) con el fin de manejar y financiar los repagos de la antes mencionada emisión SMC, con J.P. Morgan actuando como *trustee*. El patrimonio se encontrará vigente mientras sea necesario para que cumpla su propósito; sin embargo, la existencia del patrimonio no se ha ligado a la fecha de expiración de la emisión a la que sirve. En el estado de Nuevo León, se han recolectado tarifas para vehículos motorizados desde el año 1986 y están conformadas por el registro inicial de vehículos y su renovación anual. La recolección de estas tarifas se considera como un servicio público que se entrega de acuerdo a la Ley de Finanzas Públicas del estado de Nuevo León. Aunque el ICV haya sido creado recientemente, las tarifas de control para vehículos motorizados (la principal fuente de financiamiento para repagos de la antes mencionada emisión) han aumentado consistentemente en estos últimos años, mostrando una tasa de crecimiento anual compuesta (Compound Annual Growth Rate - CAGR) sustancial en términos reales.

Estructura de SPV

En mayo de 2006, se formó un SPV (patrimonio) con el fin de facilitar tanto la emisión de SMCs como el servicio de la deuda, usando los ingresos del ICV actuales y futuros. Las tarifas de vehículos motorizados se recolectan mediante los bancos minoristas y las oficinas de recolección tributaria del estado, las que depositan los pagos recibidos de los dueños de vehículos en la cuenta consolidada del patrimonio. Luego, el SPV transfiere un porcentaje designado de ingresos a una cuenta de desembolso (33,46% para la emisión mencionada anteriormente). La tabla que acompaña este artículo muestra el flujo de fondos que ocurre durante esta operación.

Principales Características de la Emisión

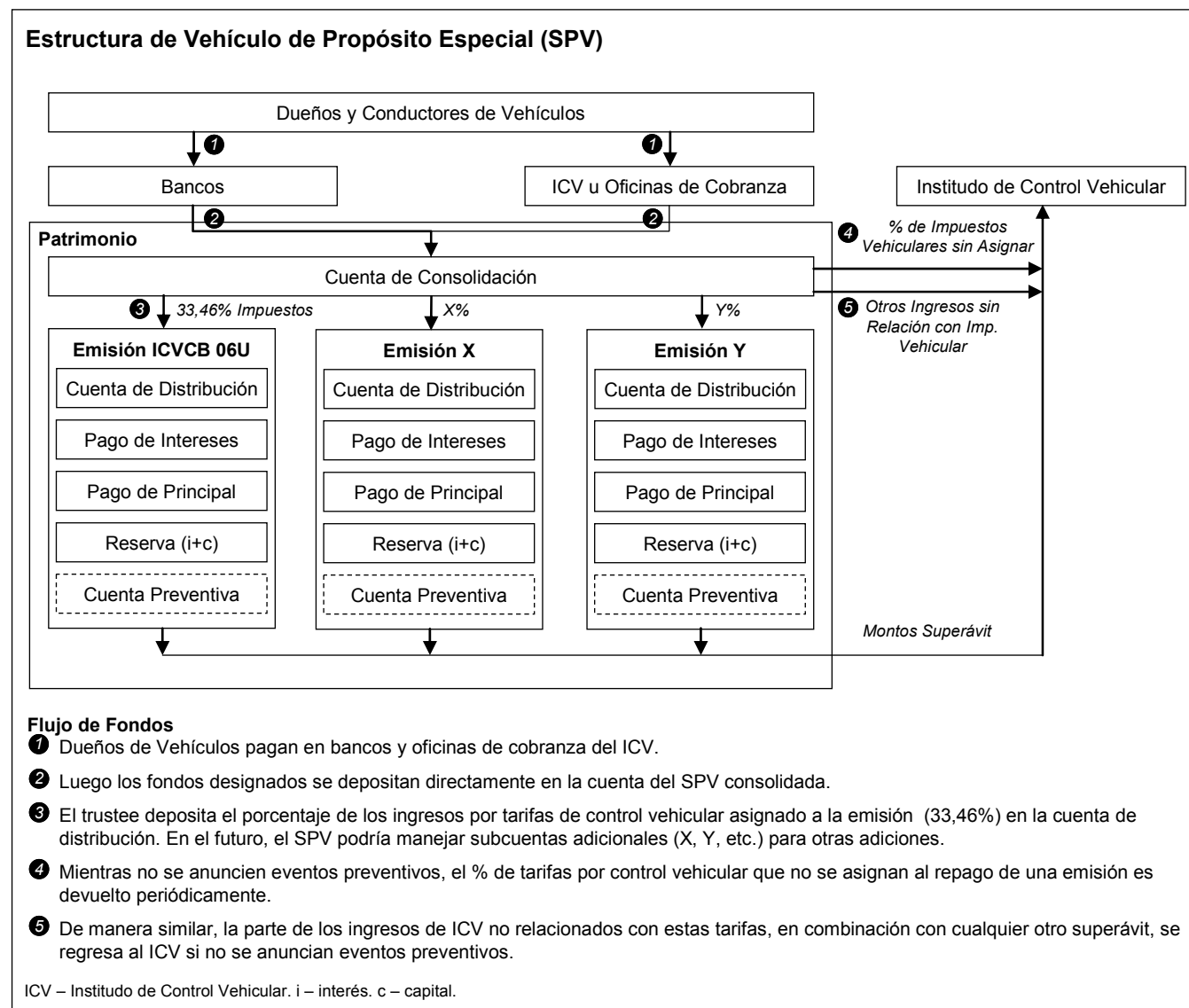
La emisión se encuentra denominada en unidades de inversión (UDIs)¹ por un término de 30 años con una tasa de interés real fija del 6,18%, con pagos de interés dos veces al año y repagos de capital una vez al año. Esto último se realizará bajo un plan de repago con flujo cero obligatorio durante los primeros cinco años; el porcentaje designado completo de ingresos por tarifas de control vehicular se destinará a pagos de intereses y principal en orden reverso al del vencimiento, con los repagos en UDIs en aumento desde el sexto año hasta el vencimiento.

Las reservas obligatorias para pagos de intereses y principal son determinados por el charter del patrimonio en un equivalente al 75% de los pagos totales de interés y principal fijados para los siguientes 12 meses. La cantidad inicial de reservas fue establecida en MXP86,1 millones, una cifra

¹ UDIs son unidades de contabilidad con un valor real constante que refleja los movimientos diarios del índice de precios al consumidor con un ligero desfase.

NUEVA SECURITIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO: TARIFAS DE CONTROL VEHICULAR EN EL ESTADO DE NUEVO LEÓN

viene de página 13



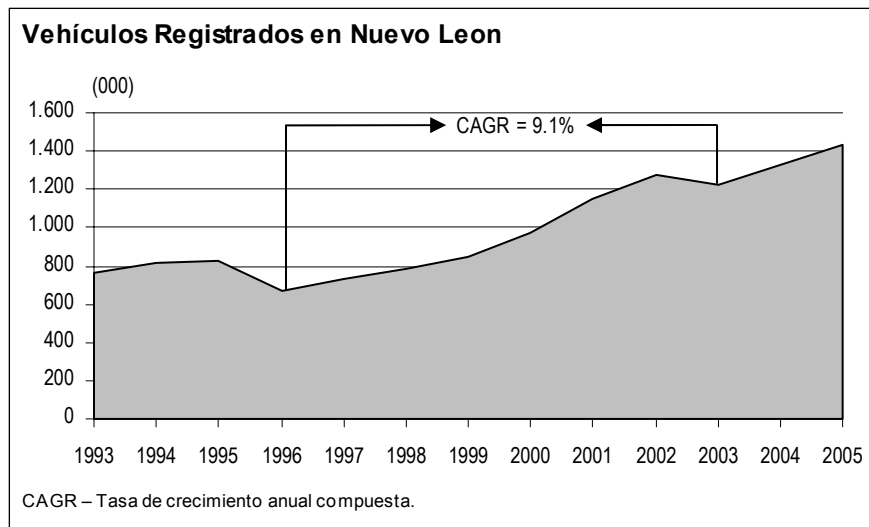
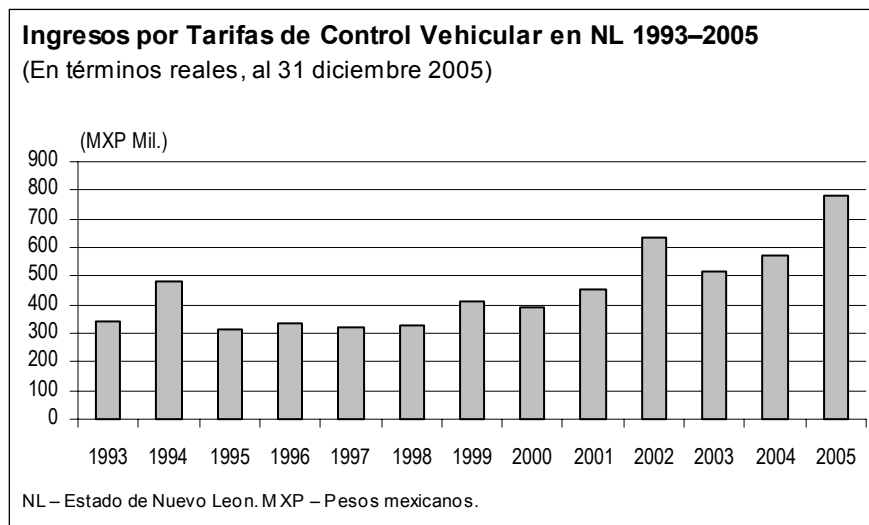
que se ajustará periódicamente tanto por la inflación (usando UDIs como medida) como por los cambios en los pagos de intereses y principal fijados para los siguientes 12 meses. La antes mencionada estructura también permite que los fondos sean retenidos en una cuenta preventiva, entre otras cuentas relacionadas con la emisión. Los fondos podrían eventualmente provenir de tres fuentes diferentes: a) una

parte de los ingresos de las tarifas de control vehicular destinada a la emisión que haya quedado tras servir la deuda; b) ingresos del ICV aparte de los impuestos vehiculares; y c) ingresos por tarifas de control vehicular sin fines determinados (por ejemplo, el porcentaje de ingresos que hasta ese momento no se haya asignado a la emisión). Los fondos asignados a un evento preventivo específico se pueden utilizar

después de que se han realizado dos pagos de principal consecutivos fijados sin que dichos pagos hayan sido interrumpidos por otros eventos preventivos. Entonces, el trustee puede liberar cualquier cantidad (hasta el equivalente al 75% de los pagos de interés y principal fijados para los siguientes 12 meses) desde la cuenta preventiva. Como resultado de lo anterior, la emisión podría terminar con hasta el

NUEVA SECURITIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO: TARIFAS DE CONTROL VEHICULAR EN EL ESTADO DE NUEVO LEÓN

viene de página 14



doble de las reservas estipuladas anteriormente.

Descripción de Activos

Como se muestra en la tabla de Ingresos por Tarifas de Control Vehicular de NL para el periodo 1993–2005 que acompaña este artículo, los ingresos tributarios por vehículos motorizados representaron MXP780,2 millones durante el año 2005. Asimismo, la tabla destaca el hecho que desde el año 1999, los ingresos por tarifas a vehículos motorizados han experimentado

importantes aumentos regulares. Esto último como resultado de los cambios de matrículas que se efectúan cada tres años desde 1999. Además, el cumplimiento tiende a ser más alto durante estos años (más del 90%), reduciendo la cantidad de cuentas en mora. Durante el periodo 1996–2003, las tarifas de control de vehículos motorizados registraron una CAGR del 6,4%. A lo largo de los pasados seis años, la CAGR para estos ingresos se aceleró hasta alcanzar un 11,4%, con los cambios de matrículas efectuados en los años 1999, 2002 y 2005.

Debe destacarse que la principal preocupación de Fitch respecto a este tema se relaciona con los ingresos de tarifas de control vehicular, ya que éstas se ajustan junto con los cambios en el salario mínimo de Monterrey, y no con la inflación, lo que podría tener un efecto negativo sobre la cobertura del servicio si las tarifas aumentaran con una tasa inferior a la inflación. Por ende, el desequilibrio existente entre los ingresos y las obligaciones que pudiera surgir eventualmente del hecho que los repagos se ajustan con la inflación general (debido a que la emisión se encuentra denominada en UDIs), mientras que los ingresos se ajustan junto con los cambios en el salario mínimo, en nuestra opinión, representa el principal riesgo para esta emisión.

De los aproximadamente 1,4 millones de vehículos registrados actualmente en el estado de Nuevo León, hasta el 94% tiene propietarios privados. El siguiente gráfico muestra la cantidad anual de vehículos registrados entre los años 1993 y 2005, que, para la mayor parte del periodo, registró una CAGR superior al 5%.

Las bajas de los años 1996 y 2003 fueron el resultado de la reorganización periódica efectuada en los registros de vehículos, durante la cuál las cuentas que no se habían renovado en un tiempo se eliminaron. Por ende, a lo largo del periodo 1996–2005, los registros muestran una CAGR superior al 9%. Con el fin de proyectar los ingresos tributarios vehiculares, Fitch asumió un alza conservadora del 2%–3% en la cantidad de registros de vehículos. Esta tasa de crecimiento debiera ser alcanzada con facilidad, ya que no es sólo considerablemente más baja que la tasa de crecimiento experimentada durante la década pasada, sino que además asume que la cantidad de habitantes por vehículo registrado se mantiene sin cambios.

Conclusión

En resumen, la colocación de esta emisión fue un éxito y marcó un precedente importante en el mercado de deuda pública de México, no sólo debido a la innovadora

NUEVA SECURITIZACIÓN DE ACTIVOS EN MÉXICO: TARIFAS DE CONTROL VEHICULAR EN EL ESTADO DE NUEVO LEÓN

viene de página 15

fuentes de financiamiento utilizada para garantizar el servicio de deuda, sino que también debido a que registra un plazo mucho más largo. Por ende, otros gobiernos estatales podrían sentirse

motivados a obtener financiamiento mediante el uso de ingresos provenientes de fuentes similares y a emitir valores con vencimientos similares en el futuro cercano. Fitch piensa que, cinco años

después de producirse la primera emisión de deuda, esta transacción en particular muestra el nivel de sofisticación que ha alcanzado el mercado de deuda gubernamental estatal. ■

FITCH MODIFICA CRITERIO PARA TECHOS PAÍS

David Riley y Roger Scher

Los Techos País capturan el riesgo de los controles de cambio que podrían impedir o limitar de manera importante la capacidad del sector privado tanto para convertir la moneda local en moneda extranjera como para transferirla a los acreedores no residentes; este riesgo también se conoce como “riesgo de transferencia y convertibilidad” o T&C. Los Techos País no son clasificaciones, sino más bien información analítica clave y un límite sobre las clasificaciones en moneda extranjera para las entidades y las transacciones que se originan en la jurisdicción del soberano.

Fitch ha modificado al alza los Techos País de 40 países de un total de 99. El alza general en el “notching” de los Techos País por sobre la clasificación en moneda extranjera del soberano es de aproximadamente 50 puntos base (la mitad de un notch en la escala de clasificaciones) para alcanzar un alza promedio un poco superior a un notch. Esta es la primera alza de los Techos País otorgada desde que éstos se asignaran por primera vez, reflejando la mayor liberalización que presentan los controles de capital y cambio de varias economías de mercados emergentes, tales como Rusia y Brasil, así como el fortalecimiento de los regímenes monetarios y de tasa de cambio; y la mayor integración de los mercados emergentes en la economía global. Los Techos País que se encuentran por sobre la clasificación en moneda extranjera del soberano no son nuevos ni recientes, aunque fue solo en junio de 2004 cuando Fitch asignó públicamente Techos País a todos los países en los que clasifica al soberano.

Una mayor integración de las economías nacionales con la producción global y las redes comerciales y financieras han reducido el riesgo T&C, como quedara en evidencia durante las crisis soberanas de la década pasada. Sin embargo, de manera más general, los riesgos de T&C y país se mantienen fuertemente correlacionados con el riesgo soberano y, por ende, los Techos País reciben notches a partir de la clasificación en moneda extranjera del soberano en hasta un máximo de tres notches.

Las instituciones financieras o las empresas excepcionalmente fuertes que se encuentran protegidas del riesgo de transferencia, ya sea debido a sustanciales ganancias por exportaciones, activos extranjeros, producción en el extranjero y/o matrices extranjeras, o la presencia de socios estratégicos que se encuentren listos y dispuestos a prestar apoyo financiero, pueden recibir clasificaciones por sobre el Techo País. Las transacciones estructuradas que incorporan las mejoras crediticias implementadas para combatir el riesgo de los controles de cambio extranjero también pueden recibir clasificaciones por sobre el Techo País y la clasificación soberana.

Un Techo País por sobre la clasificación soberana no implica que el sector privado como un todo se considere como un “mejor” crédito que el gobierno, sino que refleja un juicio respecto a algunas entidades especialmente fuertes que podrán sobrevivir el impacto de una crisis de la deuda soberana y seguir pagando sus obligaciones de deuda extranjera, y que no

se verán limitadas en estos pagos por la imposición de controles de capital o una moratoria formal. Las clasificaciones en moneda extranjera o local del soberano no se ven directamente afectadas por el Techo País. Esto se debe fundamentalmente a que la calidad crediticia del soberano no se encuentra limitada por el riesgo de los controles de cambio (el sector privado enfrenta el riesgo de este tipo de intervención por parte de las autoridades del soberano y no del gobierno en sí), sino más bien por aspectos fiscales y de solvencia externa, además del riesgo de que el mercado de cambio extranjero efectivamente cierre (todos factores que se ven directamente afectados por las políticas gubernamentales). Como ha quedado demostrado por la experiencia de las recientes crisis soberanas, los gobiernos han caído en default mientras permiten que el sector privado pague sus propias obligaciones, locales y extranjeras. Por lo tanto, Fitch continuará asignando clasificaciones a las obligaciones de deuda locales y extranjeras de los gobiernos soberanos, independientes de sus Techos País.

Aunque el “Riesgo Soberano” y el “Riesgo País” a menudo se intercambian, no son lo mismo. El primero es una evaluación del riesgo que presenta el gobierno de una nación soberana para no cumplir con sus obligaciones de deuda. El Riesgo País es un concepto más amplio que se relaciona con el riesgo para los préstamos y las

vea Fitch Modifica Criterio para Techos País en página 17

FITCH MODIFICA CRITERIO PARA TECHOS PAÍS

viene de página 16

inversiones crosfronterizas en moneda extranjera que emerge de los eventos en un país en particular y que no se encuentran bajo el control del sector privado.

Los riesgos de país y soberano se encuentran fuertemente relacionados, ya que el gobierno es el actor clave para ambos, pero el riesgo de los controles de cambio aplica principalmente al sector privado. Otras formas de Riesgo País incluyen la intervención soberana que afecta sustancialmente la calidad crediticia de las entidades del sector privado, tales como los cambios en las tarifas reguladas, el congelamiento de depósitos, la tributación punitiva y las expropiaciones. Además, el Riesgo País también puede impulsar un deterioro sistémico en la calidad crediticia de todos los agentes de la economía local, como resultado de una crisis económica y financiera severa, la que a menudo se manifiesta en máximas devaluaciones de moneda, tales como la ocurrida durante la crisis asiática del periodo 1997–1998. En situaciones como esta, puede ocurrir el default masivo de la deuda extranjera del sector privado, aunque el gobierno no haya impuesto controles de cambio formales y no haya caído en default.

Por lo tanto, el modelo de Techo País entrega un mayor puntaje a aquellos países que se encuentran abiertos en términos de comercio internacional y capital (incluyendo la ausencia de restricciones para el comercio y los flujos de capital), sin una historia reciente de hiperinflación o inflación crónica, con regímenes de tasa de

cambio flexible y con un sector bancario y corporativo sin un cambio extranjero con mucho leverage (y que por ende sea una fuente de futura debilidad de la tasa de cambio). Las economías menos desarrolladas y relativamente cerradas con regímenes de tasa de cambio fijos o manejados, un historial de inflación alta y controles de capital obviamente reciben un menor puntaje de acuerdo a este modelo. Los factores institucionales y de gobiernos corporativos también se incluyen para capturar el riesgo de las decisiones de políticas económicas arbitrarias. Asimismo, la participación en organizaciones y tratados internacionales, tales como la Organización Mundial del Comercio (World Trade Organization — WTO), OECD y la Unión Europea (UE), que desalientan la imposición de controles sobre el comercio internacional y los flujos de capital, también señalan el compromiso de las autoridades con las relaciones económicas y financieras liberales del resto del mundo.

El enfoque del Techo País refleja el efecto de la globalización y la experiencia de las recientes crisis soberanas. Debido a la correlación que existe entre el riesgo soberano y el riesgo país, se retiene un vínculo directo entre los Techos País y la clasificación del emisor en moneda extranjera a largo plazo. Los Techos País seguirán recibiendo notches a partir de la clasificación en moneda extranjera del soberano, a menos que se asigne sobre una base de uniones de monedas o acuerdos monetarios supranacionales. Los factores clave que Fitch considera como una influencia sobre la probabilidad de que

exista una moratoria formal (o informal) sobre una deuda externa del sector privado son los siguientes:

- Leyes y gobiernos corporativos.
- Limitaciones institucionales que restringen el comercio internacional y los flujos financieros, tales como la participación en la WTO.
- Grado de integración económica real en la economía global y, por lo tanto, las potenciales pérdidas comerciales y de inversiones que se generarían al intervenir contratos del sector privado.
- Nivel de integración financiera, incluyendo la extensión de las restricciones y los controles sobre los flujos de capital que entran y salen del país.
- Registro de inflación baja y estable, que hace que la estabilidad macroeconómica sea menos vulnerable a los impactos externos y, en consecuencia, a respuestas políticas “poco ortodoxas”, tales como controles de cambio.
- Credibilidad y estabilidad en el régimen de la tasa de cambio y, por ende, los incentivos existentes para imponer controles sobre los flujos salientes de capital. ■

INFORMATIVO TRIMESTRAL LATINOAMERICANO

Techos Soberanos y de País

País	Soberano/IDR Moneda Extranjera	Techos País	
		16/8/06	23/10/06
Alemania*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Arabia Saudita	'A+'	'A'	'AA-'
Argentina	RD	'B+'	'B+'
Armenia	'BB-'	'BB-'	'BB'
Aruba	'BBB'	'BBB+'	'A-'
Australia	'AA+'	'AAA'	'AAA'
Austria*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Azerbaiyán	'BB'	'BB'	'BB'
Bahrein	'A-'	'A'	'A'
Bélgica*	'AA+'	'AAA'	'AAA'
Benin†	'B'	'BBB-'	'BBB-'
Bermuda	'AA+'	'AAA'	'AAA'
Bolivia	'B-'	'B-'	'B-'
Brasil	'BB'	'BB'	'BB+'
Bulgaria	'BBB'	'BBB'	'A-'
Cabo Verde	'B+'	'B+'	'BB-'
Camerún**	'B'	'BBB-'	'BBB-'
Canadá	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Chile	'A'	'A+'	'AA'
China	'A'	'A'	'A'
Chipre	'A+'	'AA'	'AA+'
Colombia	'BB'	'BB'	'BB+'
Corea	'A+'	'AA-'	'AA'
Costa Rica	'BB'	'BB'	'BB+'
Croacia	'BBB-'	'BBB-'	'BBB+'
Dinamarca	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Ecuador	'B-'	'B-'	'B-'
Egipto	'BB+'	'BB+'	'BB+'
El Salvador	'BB+'	'BB+'	'BBB-'
Eslovaquia	'A'	'AA-'	'AA'
Eslovenia	'AA'	'AAA'	'AAA'
España*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Estados Unidos	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Estonia	'A'	'AA-'	'AA'
Filipinas	'BB'	'BB'	'BB+'
Finlandia*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Francia*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Gambia	'CCC'	'CCC'	'CCC'
Ghana	'B+'	'B+'	'B+'
Grecia*	'A'	'AAA'	'AAA'
Guatemala	'BB+'	'BB+'	'BBB-'
Holanda*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Hong Kong	'AA-'	'AA'	'AAA'
Hungría	'BBB+'	'A'	'A+'
India	'BBB-'	'BBB-'	'BBB-'
Indonesia	'BB-'	'BB-'	'BB'
Irán	'B+'	'B+'	'B+'
Irlanda*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Islandia	'AA-'	'AA'	'AA'
Israel	'A-'	'A'	'A+'
Italia*	'AA-'	'AAA'	'AAA'
Jamaica	'B+'	NR	'BB-'
Japón	'AA'	'AAA'	'AAA'
Kazajstán	'BBB'	'BBB'	'BBB+'
Kuwait	'AA-'	'AA'	'AA'

*Miembro del área del Euro. **Miembro de la Comunidad Monetaria y Económica Centroafricana (CEMAC). † Miembro de la Unión Monetaria y Económica de África del Oeste (WAEMU). ‡Miembro de las uniones monetarias del Área Monetaria Común (CMA). NR – No Clasifica. IDR – Issuer default rating. Fuente: Fitch. *Continúa en la página siguiente.*

Techos Soberanos y de País (Continuación)

País	Soberano/IDR Moneda Extranjera	Techos País	
		16/8/06	23/10/06
Latvia	'A-'	'A+'	'AA-'
Líbano	'B-'	'B-'	'B-'
Lesoto †	'BB-'	'A-'	'A'
Lituania	'A'	'A+'	'AA'
Luxemburgo*	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Macedonia	'BB+'	'BB+'	'BBB-'
Malawi**	'CCC'	'CCC'	'CCC'
Malasia	'A-'	'A-'	'A'
Mali †	'B-'	'BBB-'	'BBB-'
Malta	'A'	'AA-'	'AA'
México	'BBB'	'BBB+'	'A-'
Moldova	'B-'	'B-'	'B-'
Mongolia	'B+'	'B+'	'B+'
Mozambique	'B'	'B'	'B'
Namibia †	'BBB-'	'A-'	'A'
Nigeria	'BB-'	'BB-'	'BB-'
Noruega	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Nueva Zelandia	'AA+'	'AAA'	'AAA'
Panamá	'BB+'	'BBB'	'BBB+'
Papua Nueva Guinea	'B'	'B'	'B'
Perú	'BB+'	'BB'	'BBB-'
Polonia	'BBB+'	'A'	'A+'
Portugal*	'AA'	'AAA'	'AAA'
Reino Unido	'AAA'	'AAA'	'AAA'
República Checa	'A'	'AA-'	'AA'
República Dominicana	'B'	'B+'	'B+'
Rumania	'BBB'	'BBB-'	'A-'
Rusia	'BBB+'	'BBB+'	'A-'
San Marino	'AA'	'AAA'	'AAA'
Serbia	'BB-'	'BB-'	'BB-'
Singapur	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Sudáfrica ‡	'BBB+'	'A-'	'A'
Sri Lanka	'BB-'	'BB-'	'BB-'
Surinám	'B'	'B'	'B'
Suecia	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Suiza	'AAA'	'AAA'	'AAA'
Taiwán	'A+'	'AA-'	'AA'
Tailandia	'BBB+'	'A-'	'A-'
Túnez	'BBB'	'BBB'	'BBB+'
Turquía	'BB-'	'BB-'	'BB'
Ucrania	'BB-'	'BB-'	'BB-'
Uganda	'B'	'B'	'B'
Uruguay	'B+'	'BB-'	'BB'
Venezuela	'BB-'	'BB-'	'BB-'
Vietnam	'BB-'	'BB-'	'BB-'

*Miembro del área del Euro. **Miembro de la Comunidad Monetaria y Económica Centroafricana (CEMAC). † Miembro de la Unión Monetaria y Económica de África del Oeste (WAEMU). ‡Miembro de las uniones monetarias del Área Monetaria Común (CMA). NR – No Clasifica. IDR – Issuer default rating. Fuente: Fitch.

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.