

# Necesidades de Financiamiento de los Soberanos Latinoamericanos en 2015

Menores que Durante el Ciclo Electoral de 2014, Mayores que Durante el Superciclo de Materias Primas

## Reporte Especial

**Disminución Post-Electoral en Necesidades de Financiamiento:** Fitch Ratings proyecta que los gobiernos latinoamericanos necesitarán emitir USD481 mil millones en 2015 para cubrir déficits presupuestarios y renovar deudas existentes, una disminución del 4.3% con respecto al 2014. Las necesidades de financiamiento caerán a un 8.6% del PIB regional en 2015, después de alcanzar un 9.1% durante el año electoral agitado de 2014, pero seguirán superando el 7.8% promedio alcanzado durante el punto máximo del superciclo de materias primas en 2012-2013.

**Administración de Pasivos Reduce Amortizaciones:** Hábiles operaciones de gestión de deuda han mejorado el perfil de vencimientos de algunos soberanos con grado de inversión, tales como Brasil, México, Perú y Uruguay, al reducir los pagos de amortizaciones y aumentar la vida promedio de sus portafolios de deuda pública. Soberanos con grado especulativo, tales como la República Dominicana y El Salvador, también han logrado extender sus vencimientos de deuda, mediante la emisión de bonos globales a largo plazo.

**Exportadores de Materias Primas con Flexibilidad Fiscal:** Las necesidades de financiamiento de Bolivia, Chile, Paraguay y Perú estarán una desviación estándar por debajo de la mediana regional de 6.3% del PIB en 2015. Menores precios de exportación de materias primas podrían reducir los ingresos presupuestarios y el crecimiento económico. Sin embargo, deuda pública baja y la existencia de colchones fiscales les da flexibilidad a estos gobiernos para responder con políticas fiscales contra-cíclicas, si fuese necesario.

**Comportamiento Favorable de Soberanos con Grado de Inversión:** Déficits fiscales moderados contendrán los requerimientos de endeudamiento gubernamental a niveles cercanos a la mediana regional en 2015 en la mayoría de los países con grado de inversión. La extensión de impuestos y medidas de contención de gastos en Colombia, al igual que las coberturas de petróleo y cortes presupuestales en México podrían mitigar el riesgo de que los déficits fiscales empeoren para estos países en 2015. Panamá y Uruguay podrían beneficiarse de ajustes en sus gastos fiscales después de las elecciones el año pasado, así como de menores costos de energía importada.

**Petróleo y Bloqueos Legislativos Representan Riesgos:** Fitch proyecta que las necesidades de financiamiento podrán alcanzar 12% del PIB en Costa Rica, 10% en Ecuador y 6.3% en El Salvador, principalmente debido a sus elevados déficits fiscales. Reducciones en gastos corrientes y de capital se usarán para compensar el shock en los ingresos petroleros en Ecuador. Bloqueos legislativos podrían afectar las perspectivas de reforma tributaria en Costa Rica y la capacidad de El Salvador para abordar el déficit en las pensiones.

**Riesgos de Financiamiento Ante Recesiones:** Contracciones macroeconómicas, bajos precios de materias primas y un espacio limitado para llevar a cabo ajustes de política en un año electoral podrían llevar a que las necesidades de financiamiento alcancen un 10.8% del PIB en Argentina y un 7.8% en Venezuela. Ambos soberanos podrían seguir dependiendo de la monetización, las renovaciones de deuda dentro del sector público y el financiamiento chino. Argentina probablemente usará reservas internacionales para pagar los USD5.8 mil millones que vencen de la deuda Boden en 2015.

### Estudios Relacionados

[Global Economic Outlook \(Diciembre 2014\)](#)  
[2015 Outlook: Latin America Sovereigns \(December 2014\)](#)  
[Necesidades de Financiamiento de Soberanos Latinoamericanos en 2014 \(Febrero 2014\)](#)

### Analistas

César Arias  
+1 212 908 1358  
[cesar.arias@fitchratings.com](mailto:cesar.arias@fitchratings.com)

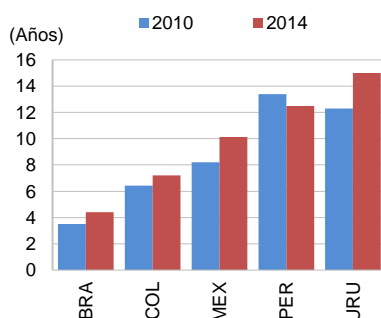
Shelly Shetty  
+1 212 908 0324  
[shelly.shetty@fitchratings.com](mailto:shelly.shetty@fitchratings.com)

Katherine Marney  
+1 212 908 0898  
[katherine.marney@fitchratings.com](mailto:katherine.marney@fitchratings.com)

**Fuertes Emisiones Externas:** La oferta de bonos externos de los soberanos latinoamericanos ascenderá a USD24 mil millones en 2015, una disminución de USD9 mil millones con respecto al monto máximo registrado en 2014. El monto proyectado para 2015 seguirá siendo superior en un 13% al promedio de las emisiones observadas durante 2009-2013. Soberanos con grado de inversión representarán un 65% del total emitido en 2015, mientras que países especulativos contribuirán un 35% al total.

**Costos de Fondeo Más Altos, Mayor Diferenciación:** La normalización de la política monetaria en EE.UU., factores geopolíticos, un débil crecimiento en las economías emergentes y menores precios de las materias primas podrían traducirse en mayores costos de financiamiento para los soberanos latinoamericanos. No obstante, las primas de riesgo dependerán de factores específicos en cada país. Soberanos con grado especulativo que mantienen altos déficits gemelos, reservas internacionales bajas y mercados de bonos locales en desarrollo serían los más expuestos. Exportadores de materias primas con fundamentos crediticios en deterioro también podrían enfrentar un sesgo negativo y mostrarse vulnerables ante condiciones de liquidez más restringidas.

Figura 1  
Plazo Promedio de la Deuda de los Gobiernos Centrales



Fuente Fitch, Autoridades Nacionales

### Administración de Activos Reduce Amortizaciones de Deuda

Fitch proyecta que los gobiernos latinoamericanos necesitarán emitir USD 481 mil millones en 2015 para cubrir déficits presupuestarios y renovar deudas existentes, una disminución del 4.3% con respecto al 2014. Fitch anticipa que dos tercios de la caída provendrán de una reducción en amortizaciones de deuda interna, la cual se verá parcialmente compensada por un aumento en los déficits fiscales de la mayoría de los soberanos de la región<sup>1</sup>. Existe el riesgo de que los requerimientos de endeudamiento sean mayores a los esperados en 2015, debido a que el débil crecimiento regional, la caída en los precios de las materias primas y las presiones sobre el gasto público podrían llevar a un deterioro fiscal mayor al esperado.

Las necesidades de financiamiento podrían caer a un 8.6% del PIB regional en 2015, después de alcanzar un 9.1% durante el año electoral agitado de 2014, pero seguirán superando el 7.8% promedio alcanzado durante el punto máximo del superciclo de materias primas en 2012-2013. Estas proyecciones están fuertemente influenciadas por Brasil, quien representa el 44% del total de la región.

Figura 2  
Necesidades de Financiamiento de Latinoamérica en 2015

(% PIB)	LatAm		LatAm Excl. Brasil	
	2014e	2015f	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	9.1	8.6	7.0	7.4
A. Déficits de los gobiernos centrales	3.4	3.8	2.7	3.6
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda de corto plazo)	5.5	4.7	4.0	3.7
i. Total de amortizaciones deuda interna	5.2	4.4	3.5	3.2
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.4	0.3	0.5	0.5
C. Otros	0.2	0.1	0.3	0.1
II. Fuentes (A+B+C)	9.1	8.6	7.0	7.4
A. Deuda interna	6.9	6.9	5.8	5.6
i. Bonos	6.2	6.1	4.7	4.4
ii. Otros	0.7	0.8	1.1	1.2
B. Deuda externa	0.9	0.8	1.1	1.1
i. Bonos	0.5	0.4	0.7	0.6
ii. Multilateral, bilateral, y otros	0.3	0.3	0.4	0.5
C. Uso de activos y otros (incluye privatizaciones)	1.3	0.9	0.1	0.7

e: estimado, p. proyección

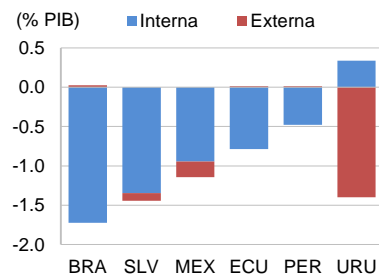
Fuente: Fitch

<sup>1</sup> Este reporte usa una muestra de 17 países calificados por Fitch en Latinoamérica: Argentina, Bolivia, Brasil, Chile, Colombia, Costa Rica, República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Guatemala, Jamaica, México, Panamá, Paraguay, Perú, Uruguay y Venezuela

Brasil podría experimentar la mayor reducción en sus necesidades de fondeo, las cuales podrían caer a un 10.8% del PIB en 2015, desde un 13.0% en 2014, gracias a mejoras en la composición de deuda y un gasto fiscal controlado. Fitch anticipa que las amortizaciones de deuda caerán en cerca de un 2% del PIB en 2015, gracias a la extensión de vencimientos en el mercado de bonos locales, el cual provee el 86% del financiamiento público. Un menor gasto público después de las elecciones podría resultar en un menor déficit presupuestario para 2015. Sin embargo, débil crecimiento económico y mayores riesgos de recesión, junto con rigideces en el gasto fiscal y una legislatura fragmentada podrían incrementar los desafíos del gobierno para alcanzar su meta de superávit fiscal primario.

Figura 3  
**Cambios en la Amortización de Deuda**

Desde 2014 hasta 2015

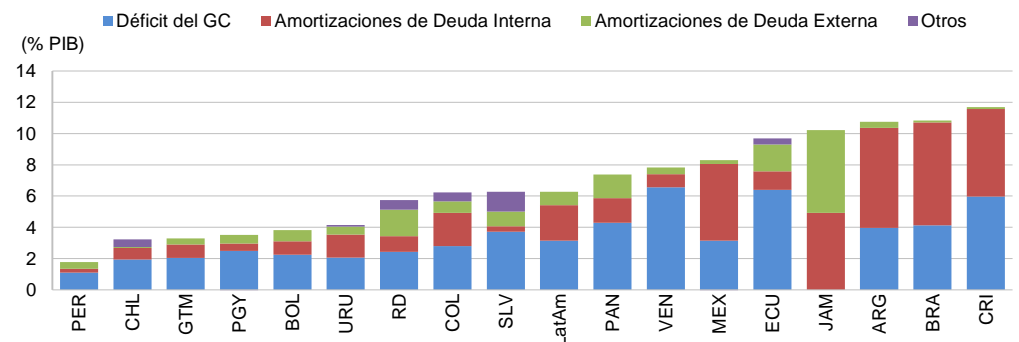


Fuente: Fitch, Autoridades nacionales

Operaciones hábiles de gestión de deuda han mejorado el perfil de amortizaciones de algunos soberanos con grado de inversión. Los pagos de deuda interna de México disminuirán en un 1% del PIB en 2015, gracias a la administración de pasivos prudente de los últimos años, la cual facilitó que el gobierno emitiera bonos ajustados por inflación a largo plazo y a una tasa fija en el mercado de deuda local. En 2014, Perú usó los fondos provenientes de un nuevo bono de referencia local con vencimiento en 2024 y de la reapertura de un bono global con vencimiento en 2050 para canjear y recomprar deuda con vencimientos que fluctúan entre 2015-2020, así como para pre-financiar deuda que vence en 2015. Uruguay emitió un nuevo bono de referencia global al 2050 por USD2 mil millones para refinanciar USD1.2 mil millones en instrumentos que vencerán entre 2015-2045. Las transacciones contribuirán a reducir las amortizaciones en 2015 y aumentarán la vida promedio de la deuda pública a 12.5 años en Perú y 15 años en Uruguay.

Emissiones externas le facilitaron la extensión de plazos a algunos soberanos con grado especulativo. La República Dominicana emitió USD2.5 mil millones en bonos globales para cancelar USD4 mil millones en deuda vigente con Petrocaribe a un descuento del 52%. La transacción llevará a una disminución del 3.3% del PIB en deuda pública y de USD100 millones en amortizaciones e intereses en 2015. Los vencimientos domésticos en El Salvador podrían caer en un 1.4% del PIB en 2015 después de refinanciar USD800 millones en títulos del tesoro local con los fondos recaudados a través de un bono global al 2027. Reformas tributarias y menores subsidios de energía podrían contribuir a contener los déficits fiscales y reducir las necesidades de financiamiento para ambos soberanos en 2015.

Figura 4  
**Necesidades de Financiamiento Agregadas**



Fuente: Fitch, Autoridades nacionales

**Aumento en Necesidades de Fondeo Impulsado por Déficits Exportadores de Materias Primas Aprovechan Flexibilidad Fiscal**

Exportadores de materias primas con trayectorias de superávits fiscales – Bolivia, Chile, Paraguay y Perú – tendrán necesidades de financiamiento una desviación estándar por debajo de la mediana regional de 6.3% del PIB en 2015. Un período prolongado de menores precios de materias primas podría reducir los ingresos públicos y afectar el crecimiento económico. Sin embargo, deuda pública baja y la existencia de colchones fiscales amplios les da flexibilidad a estos gobiernos para responder con políticas fiscales contra-cíclicas, si fuese necesario.

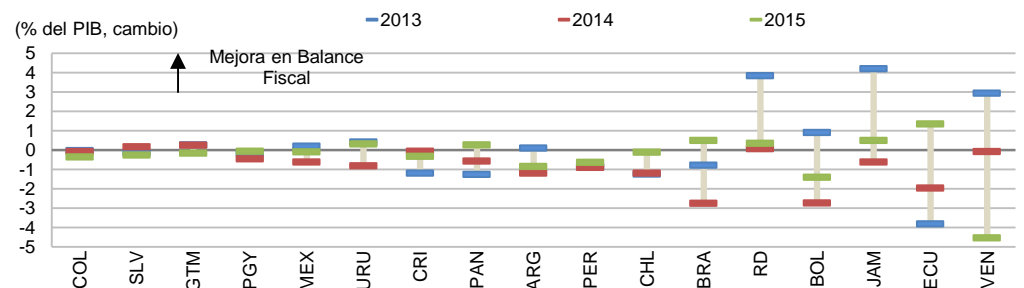
Figura 5  
Estímulo Fiscal en 2015

	Medidas	Monto (% PIB)
Perú	Expansión en inversión pública, reducción de impuestos a los ingresos y gastos discrecionales adicionales	2.0
Chile	Expansión en inversión pública y gasto corriente adicional	1.0
Paraguay	Proyectos planeados en asociaciones público-privadas	4.1
Bolivia	Crecimiento en inversión pública 2014-2015	4.4

Fuente: Fitch, Autoridades nacionales

Los déficits presupuestales de Perú y Chile aumentarán debido a sucesivas medidas de estímulo en respuesta a la desaceleración económica. No obstante, los fondos de estabilización fiscal de Perú y Chile proveen colchones para absorber shocks. Paraguay y Bolivia adelantarán ambiciosos programas de inversión pública en infraestructura financiados con emisiones externas debido a la posible desaceleración en sus ingresos tributarios. La dependencia fiscal relativamente alta de materias primas de Bolivia podría aumentar la vulnerabilidad de este país en un período prolongado de precios de energía bajos.

Figura 6  
Déficits de los Gobiernos Centrales: Cambio Anual



Ejemplo: Los déficits estimados del GC en Venezuela son de 2% del PIB en 2014 y 6.6% en 2015. Por tanto, el punto de datos refleja un deterioro en el déficit fiscal de 4.6% del PIB entre 2014 y 2015.  
Fuente: Fitch, Autoridades nacionales

### Comportamiento Favorable de Productores e Importadores de Petróleo con Grado de Inversión

Aunque Colombia y México serán capaces de contener presiones fiscales en 2015, las perspectivas de mediano plazo podrían verse afectadas negativamente si los precios del petróleo siguen deprimidos y/o si los aumentos en producción no se materializan. Un bajo crecimiento en los ingresos, tasas impositivas estrechas y un gasto rígido crean desafíos para la consolidación fiscal. Las medidas tributarias de Colombia dirigidas a extender los impuestos existentes junto con las medidas de contención de gastos para compensar los menores ingresos petroleros podrían mitigar el riesgo de que el déficit fiscal empeore este año. Las coberturas de petróleo y cortes presupuestales preventivos en México deberían permitirle a este país alcanzar su meta de déficit del sector público no financiero de 1% del PIB en 2015. Menores amortizaciones compensarán déficits presupuestarios más altos y reducirán las necesidades de financiamiento a 6.2% en Colombia y 8.3% del PIB en México en 2015.

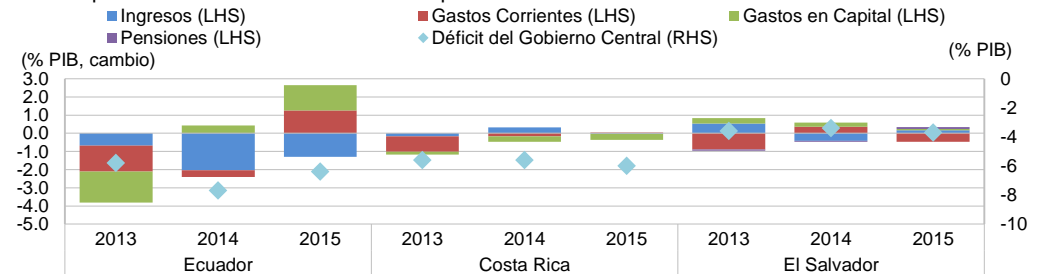
Las finanzas públicas de Panamá y Uruguay podrían beneficiarse de ajustes en sus gastos fiscales después de las elecciones del año pasado y de la continua caída en los precios internacionales del petróleo en 2015. La racionalización de los subsidios eléctricos, la subejecución de algunos proyectos de inversión y una mejora en la recaudación tributaria ayudarán a la consolidación fiscal en Panamá. Sin embargo, mayores amortizaciones de deuda externa podrían incrementar los requerimientos de financiamiento a 7.4% del PIB en 2015. En Uruguay, los ajustes en los precios de servicios públicos para aumentar los ingresos fiscales, en un entorno de menores costos de producción debido a la caída en los precios del petróleo, podrían reducir el déficit fiscal a 2.1% del PIB y los requerimientos de endeudamiento gubernamental a un modesto 4.1% del PIB en 2015.

### Shock de Petróleo y Bloqueos Legislativos Afectan Soberanos con Grado Especulativo

Figura 7

#### Contribución al Déficit de los Gobiernos Centrales

Cambio porcentual en la contribución con respecto al año anterior



Ejemplo: En Ecuador, los ingresos caerán en 1.3% del PIB y serán compensados por una contracción del 2.6% del PIB en los gastos en 2015. Los ingresos harán una contribución negativa, mientras que los gastos corrientes y en capital harán una contribución positiva al balance fiscal.

Fuente: Fitch, Autoridades nacionales

Fitch proyecta que los déficits del gobierno central de Costa Rica y Ecuador alcanzarán un 6% del PIB, lo cual, combinado con altas amortizaciones podría elevar las necesidades de fondeo a niveles cercanos al 12% y 10% del PIB, respectivamente en 2015. Ecuador reducirá gastos corrientes y de capital para compensar el shock en los ingresos presupuestales causado por menores precios del petróleo, pero un menor crecimiento del PIB podría afectar negativamente el desempeño fiscal. La administración entrante de Luis Guillermo Solís intentará reducir el déficit fiscal mediante la contención de costos, esfuerzos contra la evasión tributaria y el mejoramiento de los sistemas de impuestos directos e indirectos en Costa Rica. Sin embargo, varios intentos similares han fracasado durante la última década, sugiriendo que bloqueos legislativos y fallos judiciales adversos podrían retrasar, diluir o bloquear una reforma fiscal.

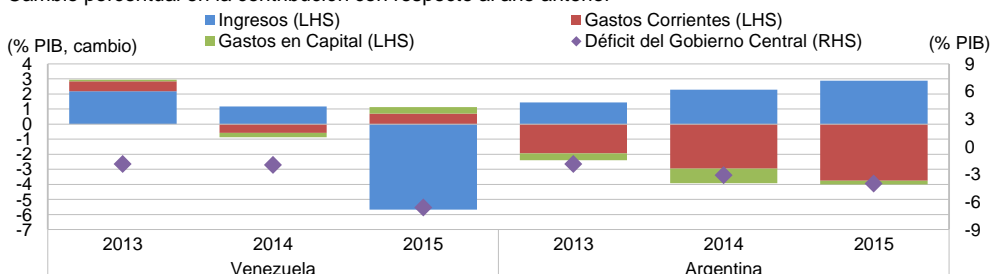
Fitch anticipa que las necesidades de fondeo de El Salvador podrían converger con la mediana regional de 6.3% del PIB en 2015, principalmente debido a menores amortizaciones de deuda interna. Se espera que el déficit presupuestario de 3.7% del PIB se mantendrá por arriba de la mediana regional de 2.8% del PIB en 2015 a pesar de varias reformas tributarias y mayor eficiencia en la recaudación. La cercanía de las elecciones legislativas en marzo de 2015 y la falta de consenso político para abordar los déficits en las pensiones mediante una reforma legislativa, limitarán el alcance de las medidas de consolidación fiscal en 2015.

### Riesgos de Financiamiento Ante Recesiones

Figura 8

#### Contribución al Déficit de los Gobiernos Centrales

Cambio porcentual en la contribución con respecto al año anterior



Ejemplo: En Argentina, los ingresos crecerán en 2.9% del PIB, y serán compensados por un aumento del 4% del PIB en los gastos en 2015. Los ingresos harán una contribución positiva, mientras que los gastos corrientes y en capital harán una contribución negativa al balance fiscal.

Fuente: Fitch, Autoridades nacionales

Cuadro 9  
**Emisión de Bonos  
 Soberanos Externos  
 (USDm)**

País	2014	2015
<b>Total LatAm</b>	<b>32,800</b>	<b>23,950</b>
Bolivia	0	1,000
Brasil	6,000	3,500
Chile	2,000	0
Colombia	3,000	2,450
Costa Rica	1,000	1,000
Rep. Dom.	1,500	3,500
Ecuador	2,000	2,000
El Salvador	800	0
Guatemala	0	0
Jamaica	800	250
México	11,000	7,000
Panamá	1,200	1,500
Paraguay	1,000	500
Perú	500	0
Uruguay	2,000	1,250
Venezuela	0	0

Fuente: Dealogic, Fitch

Las recesiones en Argentina y Venezuela en parte son resultado de las presiones fiscales y los desafíos de financiamiento de este año. La caída en el precio del petróleo, el cual contribuye a un 50% de los ingresos del gobierno central, y ajustes parciales en la política cambiaria seguirán erosionando las cuentas fiscales en Venezuela. Fitch estima que por cada reducción de USD10 en el precio del petróleo, los ingresos del gobierno central se podrían contraer en un 1.4% del PIB, excluyendo ganancias cambiarias. Rigideces debido a los altos gastos sociales y subsidios y la falta de ajustes sustanciales en política económica imponen presiones adicionales sobre el gasto público. Fitch proyecta que el déficit del gobierno central de Venezuela alcanzará un 6.6% del PIB, mientras que los requerimientos de financiamiento ascenderán a 7.8% del PIB en 2015.

Los requerimientos de endeudamiento de Argentina podrían alcanzar un 10.8% del PIB en 2015. La rigidez de los gastos, la cual se debe a los salarios, transferencias sociales y subsidios, será la principal causa de la creciente brecha presupuestaria en Argentina, la cual podría llegar a 4% en 2015. Debido a que la recaudación tributaria ya no es capaz de mantener el mismo ritmo de crecimiento y los ingresos por impuestos a las exportaciones se han reducido, el gobierno central seguirá dependiendo de transferencias adicionales del banco central y del fondo público de seguridad social. Sin embargo, la monetización del déficit fiscal tendrá efectos adversos sobre la inflación. Amortizaciones de deuda interna representarán la mitad de las necesidades de financiamiento de Argentina, incluyendo un vencimiento de USD5.8 mil millones en bonos Boden denominados en USD en 2015. Ante la falta de acceso al mercado externo, el soberano probablemente usará reservas internacionales para servir sus obligaciones en moneda extranjera.

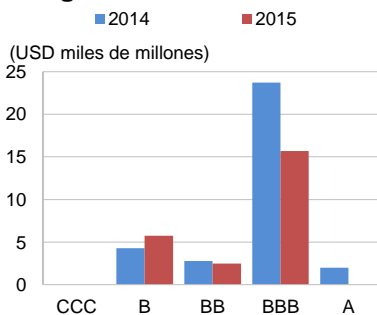
**Fuertes Emisiones Externas de Soberanos**

Fitch proyecta que la oferta de bonos externos de los soberanos latinoamericanos ascenderá a USD24 mil millones en 2015, una disminución de USD9 mil millones con respecto al monto máximo registrado en 2014. A pesar de la caída, el monto proyectado para 2015 sigue siendo superior en un 13% al promedio de USD21 mil millones observado durante 2009-2013. Fitch espera que los soberanos con grado de inversión representen el 65% y los soberanos con grado especulativo el 35% del total de las emisiones regionales en 2015, pero reconoce que puede haber importantes riesgos a la baja para las emisiones de grado especulativo. Mayor volatilidad internacional y aversión de riesgo por parte de los inversionistas así como costos de fondeo más altos por el potencial aumento en las tasas de interés en EE.UU., llevarían a los soberanos a depender en mayor grado de los mercados de bonos locales.

**Soberanos Aprovecharon Condiciones Favorables en 2014**

Beneficiándose de condiciones financieras favorables en 2014, soberanos de todas las categorías de calificación emitieron deuda a un ritmo récord y mejoraron sus perfiles de deuda al extender sus vencimientos y diversificar su composición de monedas a un costo más bajo. El plazo promedio ponderado de las colocaciones de bonos externos por parte de soberanos calificados por Fitch aumentó a 22.7 años en 2014 desde 18.4 años en 2009-2013. México emitió un bono a 100 años por GBP1 mil millones a 5.75%, obteniendo el rendimiento más bajo de sus últimas tres colocaciones a 100 años. La extensión de plazos también se observó para soberanos con grado especulativo, tales como Costa Rica, la República Dominicana y Paraguay, quienes extendieron sus curvas de rendimiento globales en USD a 30 años.

Figura 10  
**Emisiones Externas por  
 Categoría de Calificación**



Fuente: Dealogic, Fitch

Figura 11

**Extensión de Vencimientos a Menores Tasas de Interés**

Año	Número de transacciones <sup>a</sup>	Vencimiento promedio ponderado (años)	Cupón promedio ponderado (%)	Valor nominal emitido (USDmm)
2010	12	23.4	7.0	13.2
2011	13	21.7	8.2	16.7
2012	14	18.6	4.4	13.4
2013	17	13.8	4.4	19.5
2014	19	22.7	5.4	25.5

<sup>a</sup> Muestra sólo incluye bonos globales denominados en USD emitidos por soberanos calificados por Fitch  
Fuente: Dealogic, Fitch

Desde el 4T14, varios soberanos con grado de inversión han emitido en los mercados internacionales para pre-financiar sus presupuestos en anticipación al ajuste monetario en EE.UU. Chile y Perú volvieron a los mercados de bonos globales después de una pausa de dos años para pre-financiar una parte de sus paquetes de estímulo fiscal. La emisión de USD1 mil millones por parte de Colombia se usará para cubrir su programa de financiamiento revisado que requiere de emisiones externas por un monto de USD3.5 mil millones debido a un mayor déficit fiscal. México usará una parte de sus emisiones por USD2 mil millones en noviembre de 2014 y USD4 mil millones en enero de 2015 para satisfacer aproximadamente la mitad de sus requerimientos de endeudamiento de este año.

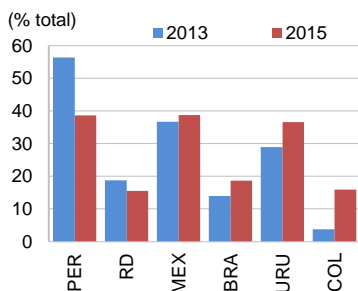
Costa Rica, la República Dominicana, Ecuador, El Salvador, Jamaica y Paraguay aprovecharon las condiciones financieras favorables y la fuerte demanda por soberanos con grado especulativo, para aumentar sus emisiones externas en 2014. Mercados de frontera registraron una emisión externa bruta de USD7.1 mil millones en 2014. Ecuador volvió a los mercados por primera vez desde 2005 con una emisión de USD2 mil millones a un cupón de 7.95%, evidenciando la búsqueda por altos rendimientos prevalente durante 2014. La República Dominicana y Paraguay emitieron en forma oportunista para refinanciar deudas de corto plazo y vencimientos externos a menores tasas de interés. Fitch estima que las emisiones de bonos externos, en promedio, podrían satisfacer un 30% del total de las necesidades de financiamiento de los soberanos con grado especulativo en 2015.

La participación de no residentes en los mercados de deuda locales se estabilizó o cayó, en contraste con la tendencia positiva observada durante años anteriores. Los flujos de inversión extranjera de portafolio hacia instrumentos de deuda en moneda local en México y Brasil se desaceleraron ante la mayor volatilidad de mercado y la depreciación de las monedas. En Perú, la participación de no residentes cayó a 40% en noviembre de 2014, desde su punto máximo de 57.5% en septiembre de 2013. El proceso tuvo lugar sin causar presiones desestabilizadoras sobre el tipo de cambio y los mercados financieros locales, debido a que los fondos de pensiones privados y bancos locales han aumentado su participación. La participación de no residentes también cayó en la República Dominicana. Por otro lado, eventos puntuales tales como cambios en los requerimientos de reservas en Uruguay y la recalibración del índice EMBI de JP Morgan a favor de Colombia, contribuyeron a incrementar la participación de no residentes en estos dos mercados.

Los soberanos revisaron sus contratos de bonos para fortalecer sus cláusulas de pari passu y acciones de cobro colectivas después de la reestructuración griega y el caso judicial de Argentina. Las cláusulas de cobro colectivas ahora incluyen procedimientos de agregación más robustos que evitarían que acreedores minoritarios puedan impedir y/o neutralizar reestructuraciones de deuda soberana. Las cláusulas pari passu clarifican el tratamiento de los tenedores de bonos basado en su prelación de pago y excluyen explícitamente la obligación de pagar acreedores de manera proporcional a la que los fondos fueron originalmente

Figura 12

**Participación de No Residentes en Mercados de Deuda Locales**



Fuente: Autoridades nacionales

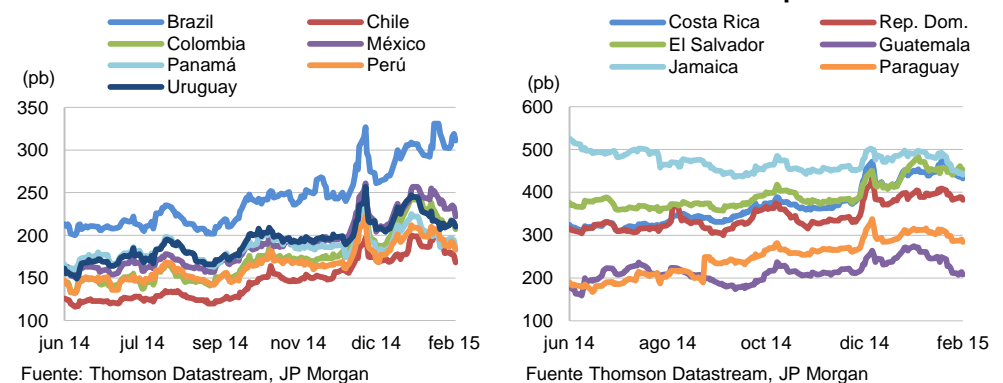
prestados<sup>2</sup>. México fue el primer soberano en introducir estas cláusulas en los bonos emitidos en noviembre de 2014. Chile, Colombia y la República Dominicana incluyeron un lenguaje similar en sus contratos de emisiones nuevas poco tiempo después.

### Costos de Fondeo Más Altos y Mayor Diferenciación en 2015

Crecientes costos de financiamiento representan un riesgo para los soberanos latinoamericanos en 2015. La normalización de la política monetaria en EE.UU. y la potencial subida en las tasas de interés por parte de la Reserva Federal de EE.UU, sugieren condiciones de liquidez más restringidas para 2015. Sin embargo, ajustes adicionales a primas de riesgo dependerán de factores específicos en cada país, incluyendo la exposición a shocks en los precios de materias primas y el deterioro en las dinámicas fiscales. Un ciclo de política monetaria expansivo en Europa y Japón podría seguir respaldando la demanda de inversionistas e incentivar los emisores soberanos de Latinoamérica a ser más activos en los mercados de bonos denominados en monedas diferentes al dólar estadounidense.

Figura 13:

#### Spreads EMBI Más Amplios para Soberanos con Grado de Inversión y Especulativo



Fitch anticipa que la Reserva Federal de EE.UU. comenzará a subir las tasas de interés en 25pb en 2015, lo cual se traduciría en un aumento en los costos de financiamiento para los soberanos latinoamericanos. Ya ha habido ciertos ajustes en los rendimientos de los bonos desde que la Reserva Federal completó su programa de compra de bonos en octubre de 2014. Factores geopolíticos, perspectivas de crecimiento débil en China y otros mercados emergentes, y el impacto negativo de la caída en los precios del petróleo sobre los exportadores de materias primas también están contribuyendo a mayores primas de riesgo. Los spreads con el EMBI latinoamericano aumentaron en unos 50pb promedio para soberanos con grado de inversión y especulativo desde junio de 2014. Los ajustes también se ven reflejados en los mercados cambiarios y bursátiles de la región, debido a que la mayor aversión de riesgo incentiva la demanda por activos denominados en USD.

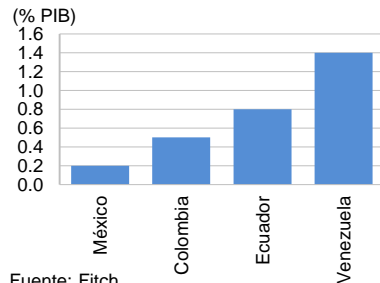
Los diferenciales en las primas de riesgo soberano dependerán de factores específicos en cada país, incluyendo los requerimientos fiscales y de financiamiento externo, las perspectivas macroeconómicas, la dependencia de materias primas, ajustes de política y esfuerzos para implementar reformas. Soberanos con amplia liquidez internacional, cargas de deuda moderadas y pagos de intereses manejables tendrían una mayor capacidad para absorber shocks en los mercados externos. Por otro lado, soberanos con grado especulativo que mantienen altos déficits gemelos, reservas internacionales bajas y mercados de bonos locales en desarrollo serían los más expuestos (Costa Rica, República Dominicana, El Salvador y Jamaica). Exportadores de materias primas con fundamentos crediticios en deterioro también

<sup>2</sup> Fondo Monetario Internacional, 2014, *Strengthening the Contractual Framework to Address Collective Action Problems in Sovereign Debt Restructuring*, IMF Staff Report, (Washington; Fondo Monetario Internacional)



Figura 14  
**Caída en Precio del Petróleo: Impacto Fiscal**

Impacto de una caída de USD10 sobre los ingresos del gobierno central



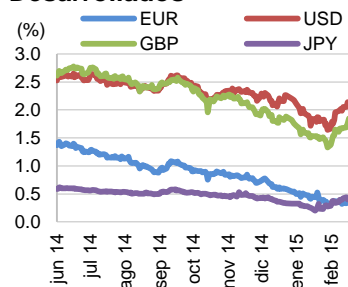
Fuente: Fitch

podrían enfrentar un sesgo negativo y mostrarse vulnerables ante condiciones de liquidez internacional más restringidas.

Ajustes más fuertes en los spreads de bonos para exportadores de petróleo comparado con sus pares regionales podrían indicar una mayor aversión de riesgo hacia estos soberanos. Respuestas de política para contener el impacto de menores ingresos petroleros sobre los déficits fiscales y mercados cambiarios serán importantes para mantener la confianza de los inversionistas. Exportadores de petróleo con grado de inversión (Colombia y México) han tomado medidas de ingresos y gastos para proteger las cuentas fiscales en 2015, manteniendo sus costos de financiamiento prácticamente constantes. Sin embargo, exportadores de petróleo con grado especulativo (Venezuela y Ecuador) se encuentran más expuestos. Los rendimientos de los bonos a 10 años de Ecuador alcanzaron dos dígitos cuando el precio del petróleo cayó a su punto más bajo a principios de 2015, a pesar de los anuncios oficiales de cortes presupuestarios y nuevos préstamos de China. Otros exportadores de materias primas – Bolivia, Chile, Perú y Paraguay – disminuyeron su vulnerabilidad al acumular un colchón fiscal durante el punto máximo del superciclo de materias primas.

Los soberanos podrían estar incentivados a diversificar la composición de monedas de sus deudas para aprovechar una base de inversionistas más amplia; señales de los bancos centrales de la UE y Japón además indican tasas de interés bajas y una expansión monetaria a lo largo de 2015. El grado en que los países serán capaces de diversificar dependerá de su nivel de acceso a los mercados, el cual es más sólido en los soberanos con grado de inversión. México, Brasil y Chile aprovecharon las tasas de interés bajas y la demanda de inversionistas en otros mercados desarrollados para emitir ocho bonos en monedas extranjeras diferentes al USD en 2014 a costos de financiamiento históricamente bajos.

Figura 15  
**Rendimientos de Bonos a 10 Años de Mercados Desarrollados**



Fuente: Bloomberg

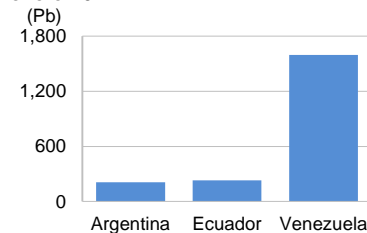
Figura 16  
**Emisiones Externas en Monedas Diferentes al USD en 2014**

	Moneda	Cupón (%)	Nominal (mm)	Vencimiento (años)	Fecha
México	GBP	5.625	1.0	100	Mar 14
Brasil	EUR	2.875	1.0	7	Mar 14
México	EUR	2.375	1.0	7	Abr 14
México	EUR	3.625	1.0	15	Abr 14
México	JPY	1.44	13.9	10	Jul 14
México	JPY	2.57	12.3	20	Jul 14
México	JPY	0.8	33.8	5	Jul 14
Chile	EUR	1.625	0.8	10	Dic 14

Fuente: Dealogic

Figura 17  
**Costos Crecientes Podrían Limitar Acceso al Mercado**

Cambios en Spreads EMBI desde enero 2014



Fuente: Thomson Datastream, JP Morgan, Mostrando cambios en Spreads EMBI de JP Morgan desde Ene 2014 hasta Feb 2015

China seguirá representando una fuente de fondeo importante para soberanos que enfrentan costos de financiamiento más altos y un acceso limitado a los mercados de capitales. La necesidad de financiar un ambicioso plan de inversión pública en infraestructura en un entorno de menores ingresos petroleros y crecientes costos de fondeo en los mercados llevó a Ecuador a firmar un acuerdo de financiamiento concesional con China por USD7.5 mil millones en enero de 2015. El banco central de Argentina ha usado USD2.3 mil millones de un acuerdo de intercambio de divisas de tres años por USD11 mil millones para aumentar sus reservas internacionales y mitigar las presiones sobre el mercado cambiario. China probablemente renovará su línea de financiamiento de petróleo existente con Venezuela, aunque importantes compromisos adicionales no están asegurados en la actualidad.

Figura 18  
Usos y Fuentes

(USD miles de millones)	Argentina (RD)		Bolivia (BB-)		Brasil <sup>a</sup> (BBB)		Chile (A+)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	44.2	48.0	0.8	1.5	248.3	212.7	7.3	8.6
A. Déficit del gobierno central	15.2	17.7	0.3	0.9	88.2	81.1	4.8	5.2
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	29.0	30.3	0.5	0.6	160.1	131.6	1.1	2.2
i. Total de amortizaciones deuda interna	28.1	28.5	0.3	0.3	158.2	129.3	0.9	2.0
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.9	1.8	0.2	0.3	1.9	2.4	0.1	0.2
C. Otros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	1.4	1.3
II. Fuentes (A+B+C)	44.2	48.0	0.8	1.5	248.3	212.7	7.3	8.6
A. Deuda interna	43.6	47.0	0.4	0.4	171.9	183.4	4.0	7.5
i. Bonos	6.8	5.9	0.4	0.4	171.9	183.4	4.0	7.5
ii. Otros	36.8	41.1	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
B. Deuda externa	0.6	1.0	0.6	1.8	5.6	3.5	1.7	0.1
i. Bonos	0.0	0.0	0.0	1.0	5.0	3.5	1.6	0.0
ii. Multilateral, bilateral, y otros	0.6	1.0	0.6	0.8	0.6	0.0	0.1	0.1
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	0.0	0.0	-0.2	-0.7	70.9	25.8	1.6	1.0

<sup>a</sup> Déficit del gobierno central basado en resultados fiscales publicados por el BCB, quien aplica contabilidad basada en valores devengados. Esto excluye el déficit INSS, el cual alcanzó 1.1% del PIB en 2014.

Fuente: estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 19  
Usos y Fuentes

(% PIB)	Argentina (RD)		Bolivia (BB-)		Brasil <sup>a</sup> (BBB)		Chile (A+)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	9.1	10.8	2.4	3.8	13.0	10.8	2.8	3.2
A. Déficit del gobierno central	3.1	4.0	0.8	2.2	4.6	4.1	1.8	1.9
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	6.0	6.8	1.5	1.6	8.4	6.7	0.4	0.8
i. Total de amortizaciones deuda interna	5.8	6.4	0.9	0.9	8.3	6.6	0.4	0.7
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.2	0.4	0.6	0.7	0.1	0.1	0.1	0.1
C. Otros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.6	0.5
II. Fuentes (A+B+C)	9.1	10.8	2.4	3.8	13.0	10.8	2.8	3.2
A. Deuda interna	9.0	10.5	1.1	0.9	9.0	9.3	1.6	2.8
i. Bonos	1.4	1.3	1.1	0.9	9.0	9.3	1.6	2.8
ii. Otros	7.6	9.2	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0
B. Deuda externa	0.1	0.2	1.8	4.6	0.3	0.2	0.6	0.0
i. Bonos	0.0	0.0	0.0	2.6	0.3	0.2	0.6	0.0
ii. Multilateral, bilateral, y otros	0.1	0.2	1.8	2.0	0.0	0.0	0.0	0.0
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	0.0	0.0	-0.5	-1.7	3.7	1.3	0.6	0.4

<sup>a</sup> Déficit del gobierno central basado en resultados fiscales publicados por el BCB, quien aplica contabilidad basada en valores devengados. Esto excluye el déficit INSS, el cual alcanzó 1.1% del PIB en 2014.

Fuente: estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 20  
Usos y Fuentes

(USD miles de millones)	Colombia (BBB)		Costa Rica (BB+)		Rep. Dom. (B+)		Ecuador (B)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	24.5	21.9	5.0	6.2	4.4	3.9	11.9	10.3
A. Déficit del gobierno central	8.9	9.8	2.8	3.2	1.8	1.6	7.8	6.8
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	10.6	10.1	2.2	3.0	2.2	1.8	3.7	3.1
i. Total de amortizaciones deuda interna	8.4	7.5	1.9	3.0	0.6	0.7	2.0	1.3
ii. Total de amortizaciones deuda externa	2.2	2.6	0.3	0.1	1.6	1.1	1.7	1.8
C. Otros	5.0	2.0	0.0	0.0	0.4	0.4	0.4	0.4
II. Fuentes (A+B+C)	24.5	21.9	5.0	6.2	4.4	3.9	11.9	10.3
A. Deuda interna	16.1	13.5	3.6	4.2	0.8	0.9	5.0	2.0
i. Bonos	16.0	13.5	3.6	4.2	0.8	0.9	4.6	1.6
ii. Otros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4
B. Deuda externa	3.8	5.0	1.2	2.0	3.7	4.2	6.4	8.3
i. Bonos	1.9	2.5	1.0	1.0	1.5	3.5	2.0	2.0
ii. Multilateral, bilateral, y otros	1.9	2.5	0.2	1.0	2.2	0.7	4.4	6.3
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	4.7	3.4	0.3	0.0	-0.2	-1.3	0.5	0.0

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 21  
Usos y Fuentes

(% PIB)	Colombia (BBB)		Costa Rica (BB+)		Rep. Dom. (B+)		Ecuador (B)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	6.7	6.2	10.0	11.7	6.8	5.7	11.8	9.7
A. Déficit del gobierno central	2.4	2.8	5.6	6.0	2.8	2.4	7.7	6.4
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	2.9	2.9	4.4	5.7	3.4	2.7	3.7	2.9
i. Total de amortizaciones deuda interna	2.3	2.1	3.8	5.6	0.9	1.0	2.0	1.2
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.6	0.7	0.6	0.1	2.5	1.7	1.7	1.7
C. Otros	1.4	0.6	0.0	0.0	0.6	0.6	0.4	0.4
II. Fuentes (A+B+C)	6.7	6.2	10.0	11.7	6.8	5.7	11.8	9.7
A. Deuda interna	4.4	3.9	7.2	8.0	1.2	1.4	5.0	1.9
i. Bonos	4.4	3.9	7.2	8.0	1.2	1.4	4.6	1.5
ii. Otros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.0	0.4	0.4
B. Deuda externa	1.0	1.4	2.3	3.7	5.8	6.2	6.4	7.8
i. Bonos	0.5	0.7	2.0	1.9	2.3	5.2	2.0	1.9
ii. Multilateral, bilateral, y otros	0.5	0.7	0.3	1.8	3.5	1.1	4.4	5.9
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	1.3	1.0	0.5	0.0	-0.2	-1.9	0.5	0.0

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 22  
Usos y Fuentes

(USD miles de millones)	El Salvador (BB-)		Guatemala (BB)		Jamaica (B-)		México (BBB+)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	2.2	1.6	1.8	2.0	0.8	1.5	122.0	107.8
A. Déficit del gobierno central	0.9	1.0	1.1	1.2	0.1	0.0	39.7	41.0
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	0.7	0.3	0.7	0.8	0.7	1.5	81.4	67.3
i. Total de amortizaciones deuda interna	0.4	0.1	0.4	0.5	0.3	0.7	76.4	64.3
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.3	0.2	0.3	0.2	0.5	0.8	5.0	3.0
C. Otros	0.6	0.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.9	-0.4
II. Fuentes (A+B+C)	2.2	1.6	1.8	2.0	0.8	1.5	122.0	107.8
A. Deuda interna	1.1	1.4	1.5	0.9	0.1	0.5	112.0	97.3
i. Bonos	0.7	0.9	1.1	0.5	0.1	0.2	111.9	97.2
ii. Otros	0.5	0.5	0.4	0.4	0.0	0.3	0.2	0.1
B. Deuda externa	1.0	0.2	0.3	1.0	1.2	0.6	13.0	8.6
i. Bonos	0.8	0.0	0.0	0.0	0.8	0.3	11.0	6.9
ii. Multilateral, bilateral, y otros	0.2	0.2	0.3	1.0	0.4	0.4	2.0	1.6
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	0.0	0.0	0.0	0.1	-0.5	0.4	-3.0	2.0

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 23  
Usos y Fuentes

(% PIB)	El Salvador (BB-)		Guatemala (BB)		Jamaica (B-)		México (BBB+)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	8.7	6.3	3.0	3.3	5.6	10.2	9.4	8.3
A. Déficit del gobierno central	3.4	3.7	1.9	2.0	0.5	0.0	3.0	3.1
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	2.7	1.3	1.2	1.2	5.1	10.2	6.3	5.2
i. Total de amortizaciones deuda interna	1.7	0.3	0.6	0.9	1.9	4.9	5.9	4.9
ii. Total de amortizaciones deuda externa	1.0	0.9	0.5	0.4	3.2	5.3	0.4	0.2
C. Otros	2.5	1.3	0.0	0.0	0.0	0.0	0.1	0.0
II. Fuentes (A+B+C)	8.7	6.3	3.0	3.3	5.6	10.2	9.4	8.3
A. Deuda interna	4.5	5.5	2.5	1.4	1.0	3.3	8.6	7.5
i. Bonos	2.6	3.5	1.8	0.8	1.0	1.5	8.6	7.4
ii. Otros	1.9	2.0	0.6	0.6	0.0	1.8	0.0	0.0
B. Deuda externa	4.2	0.8	0.5	1.7	8.2	4.3	1.0	0.7
i. Bonos	3.2	0.0	0.0	0.0	5.6	1.8	0.8	0.5
ii. Multilateral, bilateral, y otros	0.9	0.8	0.5	1.7	2.6	2.5	0.2	0.1
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	0.0	0.0	0.0	0.2	-3.5	2.6	-0.2	0.2

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 24  
Usos y Fuentes

(USD miles de millones)	Panamá (BBB)		Paraguay (BB)		Perú (BBB+)		Uruguay (BBB-)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	3.3	3.9	1.0	1.1	3.7	4.0	3.3	2.4
A. Déficit del gobierno central	2.2	2.2	0.7	0.8	0.9	2.8	1.3	1.2
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	1.2	1.6	0.3	0.3	2.3	1.3	1.7	1.1
i. Total de amortizaciones deuda interna	1.0	0.8	0.1	0.1	1.4	0.5	0.6	0.8
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.2	0.8	0.2	0.2	0.9	0.8	1.0	0.3
C. Otros	0.0	0.0	0.0	0.0	0.5	0.0	0.3	0.1
II. Fuentes (A+B+C)	3.3	3.9	1.0	1.1	3.7	4.0	3.3	2.4
A. Deuda interna	1.4	1.7	0.2	0.4	4.0	3.3	1.2	0.4
i. Bonos	0.7	1.0	0.2	0.4	3.8	3.1	1.2	0.4
ii. Otros	0.7	0.7	0.0	0.0	0.2	0.2	0.0	0.0
B. Deuda externa	2.4	2.2	1.1	0.9	0.8	0.6	2.2	1.4
i. Bonos	1.3	1.5	1.0	0.5	0.5	0.0	2.0	1.2
ii. Multilateral, bilateral, y otros	1.2	0.7	0.2	0.4	0.3	0.6	0.2	0.1
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	-0.5	0.0	-0.4	-0.2	-1.2	0.1	0.0	0.6

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 25  
Usos y Fuentes

(% PIB)	Panamá (BBB)		Paraguay (BB)		Perú (BBB+)		Uruguay (BBB-)	
	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	7.0	7.4	3.3	3.5	1.8	2.1	5.9	4.1
A. Déficit del gobierno central	4.5	4.3	2.4	2.5	0.4	1.4	2.4	2.1
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	2.5	3.1	0.9	1.0	1.2	0.7	3.0	2.0
i. Total de amortizaciones deuda interna	2.0	1.6	0.3	0.5	0.7	0.2	1.1	1.5
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.4	1.5	0.6	0.6	0.4	0.4	1.9	0.5
C. Otros	0.0	0.0	-0.1	0.0	0.2	0.0	0.6	0.1
II. Fuentes (A+B+C)	7.0	7.4	3.3	3.5	1.8	2.1	5.9	4.1
A. Deuda interna	2.9	3.3	0.8	1.2	2.0	1.7	2.1	0.7
i. Bonos	1.4	1.9	0.8	1.2	1.9	1.6	2.1	0.7
ii. Otros	1.5	1.4	0.0	0.0	0.1	0.1	0.0	0.0
B. Deuda externa	5.1	4.1	3.7	2.9	0.4	0.3	3.9	2.4
i. Bonos	2.6	2.8	3.2	1.6	0.2	0.0	3.6	2.2
ii. Multilateral, bilateral, y otros	2.4	1.3	0.6	1.3	0.2	0.3	0.3	0.2
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	-1.0	0.0	-1.2	-0.6	-0.6	0.1	-0.1	1.0

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 26

**Usos y Fuentes**

(USD miles de millones)	Venezuela (CCC)	
	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	17.8	43.2
A. Déficit del gobierno central	10.8	36.2
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	7.0	7.1
i. Total de amortizaciones deuda interna	4.7	4.6
ii. Total de amortizaciones deuda externa	2.3	2.4
C. Otros	0.0	0.0
II. Fuentes (A+B+C)	17.8	43.2
A. Deuda interna	15.4	21.7
i. Bonos	15.4	21.7
ii. Otros	0.0	0.0
B. Deuda externa	1.5	1.5
i. Bonos	0.0	0.0
ii. Multilateral, bilateral, y otros	1.5	1.5
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	0.9	20.1

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

Figura 27

**Usos y Fuentes**

(% PIB)	Venezuela (CCC)	
	2014e	2015p
I. Total necesidades de financiamiento (A+B+C)	3.3	7.8
A. Déficit del gobierno central	2.0	6.6
B. Total de amortizaciones (incluyendo deuda CP)	1.3	1.3
i. Total de amortizaciones deuda interna	0.9	0.8
ii. Total de amortizaciones deuda externa	0.4	0.4
C. Otros	0.0	0.0
II. Fuentes (A+B+C)	3.3	7.8
A. Deuda interna	2.9	3.9
i. Bonos	2.9	3.9
ii. Otros	0.0	0.0
B. Deuda externa	0.3	0.3
i. Bonos	0.0	0.0
ii. Multilateral, bilateral, y otros	0.3	0.3
C. Uso de activos y otros (incl. privatización)	0.2	3.6

Fuente: Estimaciones y proyecciones de Fitch

TODAS LAS CALIFICACIONES CREDITICIAS DE FITCH ESTÁN SUJETAS A CIERTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES. POR FAVOR LEA ESTAS LIMITACIONES Y ESTIPULACIONES SIGUIENDO ESTE ENLACE: [HTTP://WWW.FITCHRATINGS.COM/UNDERSTANDINGCREDITRATINGS](http://www.fitchratings.com/understandingcreditratings). ADEMÁS, LAS DEFINICIONES DE CALIFICACIÓN Y LAS CONDICIONES DE USO DE TALES CALIFICACIONES ESTÁN DISPONIBLES EN NUESTRO SITIO WEB [WWW.FITCHRATINGS.COM](http://www.fitchratings.com). LAS CALIFICACIONES PÚBLICAS, CRITERIOS Y METODOLOGÍAS ESTÁN DISPONIBLES EN ESTE SITIO EN TODO MOMENTO. EL CÓDIGO DE CONDUCTA DE FITCH, Y LAS POLÍTICAS SOBRE CONFIDENCIALIDAD, CONFLICTOS DE INTERÉS, BARRERAS PARA LA INFORMACIÓN PARA CON SUS AFILIADAS, CUMPLIMIENTO, Y DEMÁS POLÍTICAS Y PROCEDIMIENTOS ESTÁN TAMBIÉN DISPONIBLES EN LA SECCIÓN DE CÓDIGO DE CONDUCTA DE ESTE SITIO. FITCH PUEDE HABER PROPORCIONADO OTRO SERVICIO ADMISIBLE A LA ENTIDAD CALIFICADA O A TERCEROS RELACIONADOS. LOS DETALLES DE DICHO SERVICIO DE CALIFICACIONES SOBRE LAS CUALES EL ANALISTA LIDER ESTÁ BASADO EN UNA ENTIDAD REGISTRADA ANTE LA UNIÓN EUROPEA, SE PUEDEN ENCONTRAR EN EL RESUMEN DE LA ENTIDAD EN EL SITIO WEB DE FITCH.

Derechos de autor © 2015 por Fitch Ratings, Inc. y Fitch Ratings, Ltd. y sus subsidiarias. 33 Whitehall Street, New York, NY 10004. Teléfono: 1-800-753-4824, (212) 908-0500. Fax: (212) 480-4435. La reproducción o distribución total o parcial está prohibida, salvo con permiso. Todos los derechos reservados. En la asignación y el mantenimiento de sus calificaciones, Fitch se basa en información factual que recibe de los emisores y sus agentes y de otras fuentes que Fitch considera creíbles. Fitch lleva a cabo una investigación razonable de la información factual sobre la que se basa de acuerdo con sus metodologías de calificación, y obtiene verificación razonable de dicha información de fuentes independientes, en la medida de que dichas fuentes se encuentren disponibles para una emisión dada o en una determinada jurisdicción. La forma en que Fitch lleve a cabo la investigación factual y el alcance de la verificación por parte de terceros que se obtenga variará dependiendo de la naturaleza de la emisión calificada y el emisor, los requisitos y prácticas en la jurisdicción en que se ofrece y coloca la emisión y/o donde el emisor se encuentra, la disponibilidad y la naturaleza de la información pública relevante, el acceso a representantes de la administración del emisor y sus asesores, la disponibilidad de verificaciones preexistentes de terceros tales como los informes de auditoría, cartas de procedimientos acordadas, evaluaciones, informes actuariales, informes técnicos, dictámenes legales y otros informes proporcionados por terceros, la disponibilidad de fuentes de verificación independiente y competentes de terceros con respecto a la emisión en particular o en la jurisdicción del emisor, y una variedad de otros factores. Los usuarios de calificaciones de Fitch deben entender que ni una investigación mayor de hechos ni la verificación por terceros puede asegurar que toda la información en la que Fitch se basa en relación con una calificación será exacta y completa. En última instancia, el emisor y sus asesores son responsables de la exactitud de la información que proporcionan a Fitch y al mercado en los documentos de oferta y otros informes. Al emitir sus calificaciones, Fitch debe confiar en la labor de los expertos, incluyendo los auditores independientes con respecto a los estados financieros y abogados con respecto a los aspectos legales y fiscales. Además, las calificaciones son intrínsecamente una visión hacia el futuro e incorporan las hipótesis y predicciones sobre acontecimientos futuros que por su naturaleza no se pueden comprobar como hechos. Como resultado, a pesar de la comprobación de los hechos actuales, las calificaciones pueden verse afectadas por eventos futuros o condiciones que no se previeron en el momento en que se emitió o afirmo una calificación.

La información contenida en este informe se proporciona "tal cual" sin ninguna representación o garantía de ningún tipo. Una calificación de Fitch es una opinión en cuanto a la calidad crediticia de una emisión. Esta opinión se basa en criterios establecidos y metodologías que Fitch evalúa y actualiza en forma continua. Por lo tanto, las calificaciones son un producto de trabajo colectivo de Fitch y ningún individuo, o grupo de individuos, es únicamente responsable por la calificación. La calificación no incorpora el riesgo de pérdida debido a los riesgos que no sean relacionados a riesgo de crédito, a menos que dichos riesgos sean mencionados específicamente. Fitch no está comprometido en la oferta o venta de ningún título. Todos los informes de Fitch son de autoría compartida. Los individuos identificados en un informe de Fitch estuvieron involucrados en, pero no son individualmente responsables por, las opiniones vertidas en él. Los individuos son nombrados solo con el propósito de ser contactos. Un informe con una calificación de Fitch no es un prospecto de emisión ni un sustituto de la información elaborada, verificada y presentada a los inversores por el emisor y sus agentes en relación con la venta de los títulos. Las calificaciones pueden ser modificadas, suspendidas, o retiradas en cualquier momento por cualquier razón a sola discreción de Fitch. Fitch no proporciona asesoramiento de inversión de cualquier tipo. Las calificaciones no son una recomendación para comprar, vender o mantener cualquier título. Las calificaciones no hacen ningún comentario sobre la adecuación del precio de mercado, la conveniencia de cualquier título para un inversor particular, o la naturaleza impositiva o fiscal de los pagos efectuados en relación a los títulos. Fitch recibe honorarios por parte de los emisores, aseguradores, garantes, otros agentes y originadores de títulos, por las calificaciones. Dichos honorarios generalmente varían desde USD1.000 a USD750.000 (u otras monedas aplicables) por emisión. En algunos casos, Fitch calificará todas o algunas de las emisiones de un emisor en particular, o emisiones aseguradas o garantizadas por un asegurador o garante en particular, por una cuota anual. Se espera que dichos honorarios varíen entre USD10.000 y USD1.500.000 (u otras monedas aplicables). La asignación, publicación o diseminación de una calificación de Fitch no constituye el consentimiento de Fitch a usar su nombre como un experto en conexión con cualquier declaración de registro presentada bajo las leyes de mercado de Estados Unidos, el "Financial Services and Markets Act of 2000" de Gran Bretaña, o las leyes de títulos y valores de cualquier jurisdicción en particular. Debido a la relativa eficiencia de la publicación y distribución electrónica, los informes de Fitch pueden estar disponibles hasta tres días antes para los suscriptores electrónicos que para otros suscriptores de imprenta.