3 de Noviembre de 2005.

FONDO DE INVERSIÓN INMOBILIARIO VISTA SIGLO XXI

Sesión extraordinaria: 02-05
Información financiera: 30 de Junio de 2005 y adicional a Agosto 2005.
Calificación de Riesgo: scrA- (pan)
Riesgo de Mercado: 2

Contactos: Yin Mei Acón ymacon@scriesgo.com
Gary Barquero gbarquero@scriesgo.com

FI INMOBILIARIO VISTA

El **Fondo de Inversión Inmobiliario Vista Siglo XXI** (**FI Siglo XXI**) fue autorizada para operar como Sociedad de Inversión Extranjera y para negociar públicamente sus valores en la República de Panamá por la Comisión Nacional de Valores (Conaval) por medio de la Resolución 82-2004 del 30 de abril del 2004.

El Fondo Inmobiliario Siglo XXI inició operaciones en junio de 2002. Está autorizado a realizar una emisión máxima de 10.000 títulos de participación, con un valor facial de US$5.000 cada uno, para un total de $50.000.000 (cincuenta millones de dólares estadounidenses). A agosto de 2005 se han colocado participaciones por un monto de $37 millones, lo cual significa un incremento de 46% en el último año.

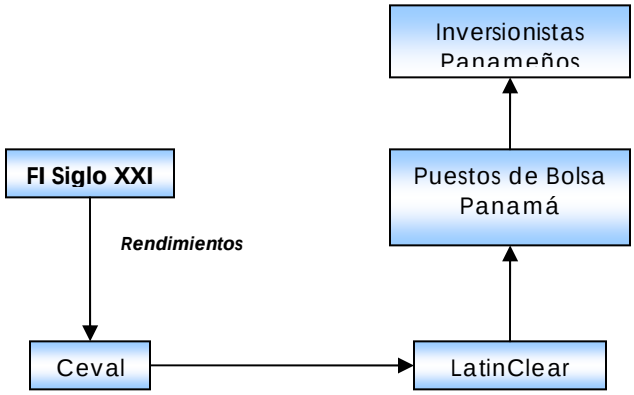
Datos Generales: FI Inmobiliario Vista Siglo XXI	
Objetivo	Inmobiliario
Naturaleza	Cerrado
Moneda	Dólares
Capital	$50.000.000,00
Fecha aprobación Sugeval	22-Abr.-2002
Fecha registro Conaval	30-Abr.-2004
Listado	Bolsa Valores de Panamá Bolsa Nacional de Valores, S.A. (Costa Rica)
Administrador del Fondo	Vista Sociedad Administradora de Fondos de Inversión, S.A. (Costa Rica)
Forma de representación	Anotación en cuenta
Custodio	Central de Valores, S.A. (CEVAL, Costa Rica) Central Latinoamericana de Valores S.A. (LATINCLEAR, Panamá)

Como se observa en la tabla anterior, el Fondo está autorizado para operar en Costa Rica, por medio de la Sugeval, y en Panamá, a través de la Conaval. Asimismo, se encuentra debidamente registrado en las Bolsas de Valores y Centrales de custodia de ambos países.

En cuanto a la colocación de las participaciones en Panamá, a la fecha Siglo XXI no ha firmado contratos de exclusividad con ninguna Casa de Valores en Panamá. Mas hasta ahora el colocador ha sido Global Valores.

Con respecto al pago de rendimientos a los inversionistas panameños, esta se realiza a través de Latinclear, quien a su vez distribuye los mismos a los puestos de bolsa panameños que lo utilizan. El procedimiento de pago se puede ilustrar con el siguiente diagrama:

Diagrama del Proceso de Pago de Rendimientos



LEGISLACIÓN FONDOS DE INVERSIÓN

1. República de Panamá

Las reglas aplicables a las actividades, funcionamiento y operación de las Sociedades de Inversión y de los Administrados de Inversión en Panamá están regidos por el Acuerdo número 5-2004 del 23 de julio del 2004 de la Comisión Nacional de Valores de Panamá (Conaval).

En este Acuerdo, se establecen los procedimientos para las solicitudes de autorización y licencia, tanto para las Sociedades de Inversión, como los Administradores de Inversiones y los Fondos de Inversión.

Con respecto a las Sociedades de Inversión, en los primeros artículos, el Acuerdo establece las categorías en que se subdividen las mismas, de acuerdo a la opción de redención (Art. 2) y el riesgo (Art.3). Con relación a esta última, las sociedades se clasifican por el tipo de

valores que componen la cartera, siendo una de las categorías las Sociedades de Inversión Inmobiliarias, las cuales se distinguen como aquellas que invierten el 80% en inmuebles o en títulos representativos de derechos sobre inmuebles.

En más detalle, el Artículo 33 se refiere a las Reglas especiales para estas Sociedades, entre los que destacan las siguientes:

1. Tendrán como objeto la inversión en cualquier tipo de inmueble para su arrendamiento.
2. Se invertirá al menos el 90% del promedio anual de los saldos mensuales de su activo en bienes inmuebles.
3. Se consideran inversiones en inmuebles de naturaleza urbana:
    a. Inmuebles finalizados
    b. Inmuebles en fase de construcción, incluso si se adquieren en plano, siempre que al promotor o constructor le haya sido concedida la autorización para edificar
    c. Opciones de compra cuando el valor de la prima de la opción no supere el 5% del precio del inmueble
    d. La titularidad de cualesquiera otros derechos reales sobre bienes inmuebles
    e. La titularidad de concesiones administrativas que permita el arrendamiento de inmuebles.

Las inversiones en los puntos b y c no podrán representar más del 20% del activo.

En cuanto a los fondos o sociedades de inversión constituidos y administrados en el extranjero, en el Título Primero, Capítulo Octavo, de los artículos 57 al 61se detallan los requisitos y reglas de funcionamiento y operación. Al respecto el artículo 58 se refiere a las características de estos productos y participantes que se deben cumplir para ser catalogados dentro de esta categoría, siendo estos los siguientes:

1. Estar autorizado para realizar oferta pública de acciones o cuotas de participación de un fondo o sociedad de inversión y estar registrado ante el ente regulador de un mercado de valores regulado
2. Ser administrado por un Administrador de Inversiones, autorizado para actuar como tal por un ente regulador de un mercado de valores regulado.
3. Su Custodio debe estar autorizado para actuar como tal por un ente regulador de un mercado de valores regulado.

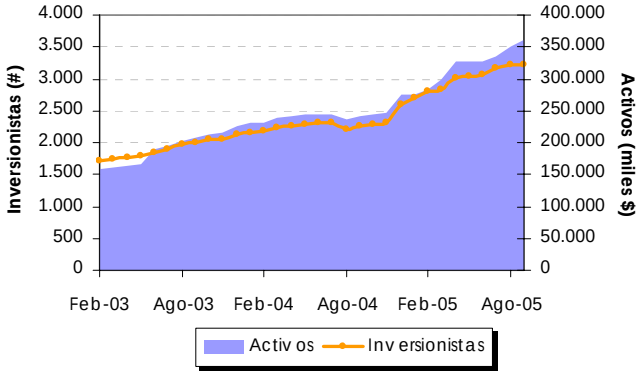
Con respecto al negocio de compra y venta de acciones o cuotas de participación de estos fondos o sociedades de inversión, el artículo 59 establece que las Casas de Valores que se dediquen a ello deberán de notificarlo a la Conaval antes de proceder a ponerlos a disposición del público. Se debe destacar que esto se debe realizar cuente o no la Casa de Valores con un contrato de distribución. Las obligaciones de la Casa de Valores se establecen en el artículo 60.

SECTOR FONDOS INMOBILIARIOS: COSTA RICA

La industria de Fondos de Inversión Inmobiliarios en Costa Rica ha mostrado durante los últimos cuatro años un crecimiento sostenido y significativo, tanto en cantidad de activos, como inversionistas y productos. De esta forma a Set.05 se compone por una cartera de activos valorados por US$362,24 millones y 3.230 inversionistas. Llegando a representar a esta fecha 36,14% del total de activos de la industria y un 18,85% del total de inversionistas.

Como se observa en el siguiente gráfico, los Activos administrados han mostrado un crecimiento importante, siendo entre Feb.03 y Set.05 del 128,04%, y de un 48,09% para el último año. Por su parte, el número de inversionistas pasó de 1.727 en Feb.03 a 2.291 a Oct.04 y 3.230 al cierre de Set.05, para crecimientos de 87,03% y 40,99% respectivamente.

Evolución de los Activos Administrados y Inversionistas de la Industria de Fondos Inmobiliarios Costa Rica



A la fecha, el mercado está compuesto por 12 fondos de inversión, distribuido en 130 propiedades, entre locales comerciales, bodegas y oficinas. En la siguiente tabla se observa la composición de los activos del sector por Fondo de Inversión.

Posición	Fondo	%
1	F.I. Interbolsa Inmobiliario Dólares	15,31%
2	F.I. BCR Inmobiliario	12,80%
3	F.I. Interbolsa Inmobiliario Dólares Dos	12,55%
4	F.I. Inmobiliario Vista Siglo XXI	11,10%
5	F.I. Inmobiliario Gibraltar	9,99%
6	F.I. Inmobiliario para la Industria y Oficinas FIO1	9,60%
7	F.I. BCR Inmobiliario del Comercio y la Industria	9,51%
8	F.I. Inmobiliaria de Renta y Plusvalía	7,11%
9	F.I. Inmobiliario Vista	6,42%
10	F.I. Inmobiliario Multifondos	3,14%
11	F.I. Inmobiliario Financorp	2,48%
12	F.I. Popular Inmobiliario	0,00%
	Total	**100,00%**

Fuente: Sugeval. Informe quincenal de Fondos de Inversión No.18, Quincena del 17 al 30 de setiembre 2005.

Una de las características importantes del sector, es que los Fondos Inmobiliarios son de naturaleza cerrada, lo que significa que si el inversionista desea liquidar su inversión deberá acudir al mercado secundario de la bolsa, lo que podría restarle liquidez al producto.

ADMINISTRADOR DE INVERSIONES: VISTA SOCIEDAD ADMINISTRADORA DE FONDOS DE INVERSIÓN

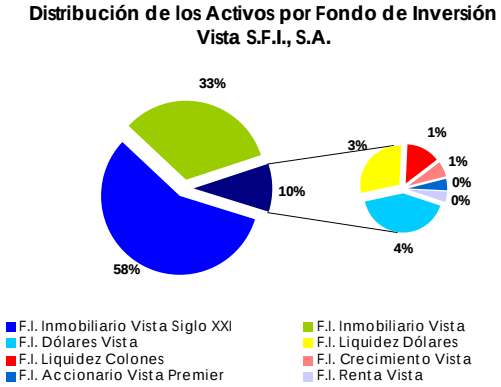
ista, Sociedad de Fondos de Inversión, S.A. fue constituida como sociedad anónima el 1 de marzo de 1996, es subsidiaria de la Corporación ACOBO cuya misión es *"Ofrecer un paquete integral de servicios / productos financieros y bursátiles en una forma ágil, personalizada, oportuna que satisfaga las necesidades de su mercado meta."*

Vista S.F.I., S.A. se ha distinguido por su sano balance entre rentabilidad y seguridad, así como por su política de transparencia hacia el mercado y los inversionistas. La base de su trayectoria se encuentra en un equipo profesional, altamente capacitado, y comprometido a la búsqueda de soluciones de inversión.

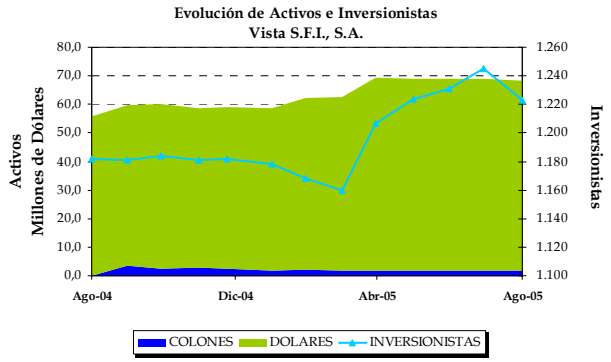
Las opciones de inversión que brinda Vista a la fecha se detallan en el siguiente cuadro:

Fondo	Categoría
Fondo Accionario Vista Premier	Accionario
Fondo Crecimiento Vista	Crecimiento
Fondo Dólares Vista	Crecimiento
Fondo Renta Vista	Ingreso
Fondo Inmobiliario Vista	Inmobiliario
Fondo Inmobiliario Siglo XXI	Inmobiliario
Fondo Liquidez Colones	Mercado de dinero
Fondo Liquidez Dólares	Mercado de dinero

Al 31 de agosto de 2005 los activos totales administrados por Vista Sociedad de Fondos de Inversión ascienden a $68,3 millones, lo cual significa una variación de aproximadamente $9 millones, es decir, 15,3%. A la fecha la SAFI se ubica en el lugar número 8 entre las 20 sociedades administradoras que existen en el mercado de fondos de inversión costarricense, con una participación de mercado de 4,8%, según volumen de activos.



Los fondos de inversión que concentran la mayor proporción de los activos administrados por Vista SFI son FI Inmobiliario Siglo XXI y FI Inmobiliario Vista, cuya participación es de 58% y 33%, respectivamente; de ahí la alta proporción de activos en dólares; el restante 10% corresponde a los 6 fondos de inversión financieros.
En el siguiente gráfico se muestra la evolución de los activos administrados –distribuidos según moneda- y el número de inversionistas de Vista Sociedad de Fondos de Inversión.



El número de inversionistas en Agosto de 2005 asciende a 1.223, lo cual significa un incremento de 41 participantes en el último año, generado en gran proporción por el incremento en la colocación de las participaciones del FI Inmobiliario Siglo XXI.

La participación de mercado de la SAFI de acuerdo al número de inversionistas alcanzó 3,8% en agosto de 2005, con lo cual ocupa el octavo lugar del mercado.

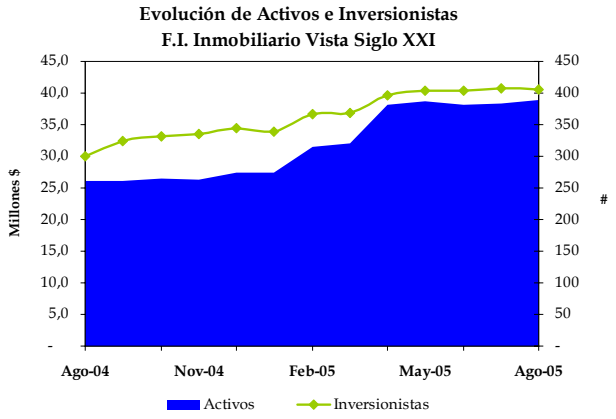
ANÁLISIS FINANCIERO Y DE GESTIÓN

1. Estadísticas generales del fondo:

Al 31 de agosto de 2005 el fondo cuenta con un total de $38,9 millones en activos, mostrando un incremento de $12,9 millones en el último año; no obstante, en el último trimestre el volumen de activos se ha mantenido bastante estable. A la fecha, la participación de mercado alcanza 11% del total de activos de fondos inmobiliarios; el nivel más alta alcanzado por el fondo fue de 12% en abril de 2005.

Por su parte el número de inversionistas pasó de 300 a 405 en el último año, no obstante, la participación de mercado del fondo según esta variable disminuyó de 13,5% a 12,5% entre agosto de 2004 y agosto de 2005; es decir, que la variación relativa de los inversionistas del fondo fue menor a la industria.

En el siguiente gráfico se muestra la evolución de activos e inversionistas del FI Inmobiliario Siglo XXI.



2. Activos:

Al mes de agosto de 2005 se muestra una única variación en la composición de la cartera inmobiliaria del FI Inmobiliario Siglo XXI; la compra de 6 nuevos locales comerciales en el Mall Plaza Occidente, por un valor de $424.449,99. Dicha compra corresponde al tercer conjunto de inmuebles que se adquieren en este condominio, para un total de 16 locales comerciales con un área total de 2.862,12 m2.

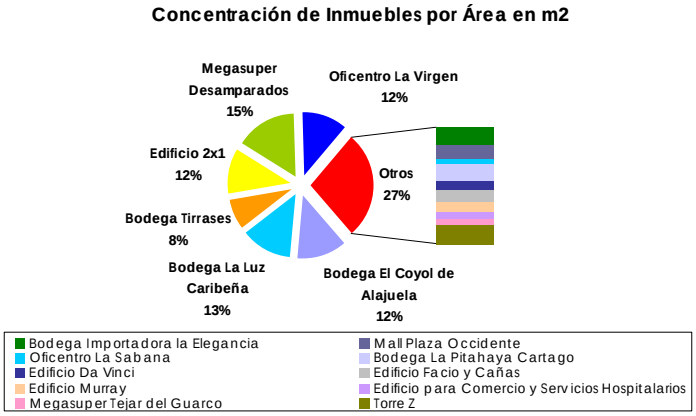
El Mall Plaza Occidente se encuentra ubicado en la entrada principal del cantón de San Ramón, en la Provincia de Alajuela; cuenta con todos los servicios propios de establecimientos, amplio parqueo, plaza de comidas, cines, entre otros. Posee un área total de 9.915,93 m2, de los cuales 7.833,76 m2 corresponden a área privada del edificio.

Las principales características de los nuevos inmuebles adquiridos en este local se detallan en el siguiente cuadro:

Número de Local	Inquilino	Area en mtrs2	Garantía $	Plazo del contrato	Incremento anual
FF#9	Penny Lane	57,42	1 mes alquiler	5 años	2% a partir del 3° año
FF#10	Penny Lane	57,33	1 mes alquiler	5 años	2% a partir del 3° año
FF#42 (kiosko)	Bisutería	9,00	2 meses alquiler	3 años	5%
FF#19	Tienda Rubí	51,64	2 meses alquiler	3 años	3%
FF#21	Play Diversión	51,77	2 meses alquiler	3 años	2%
FF#22	Play Diversión	66,45	2 meses alquiler	3 años	2%

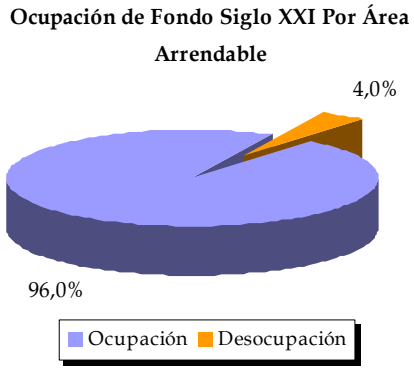
Es importante señalar que cuatro de estos inmuebles se encuentran aún a nombre de Fiduciaria Cuscatlán, antiguo dueño. Asimismo, otros cinco locales, comprados anteriormente se encuentran a nombre de Vista Sociedad de Fondos de Inversión. Anteriormente, la administración había solicitado la corrección de este error ante el Registro Nacional de la Propiedad, sin embargo a la fecha no se ha resuelto, lo cual somete al fondo en un riesgo legal importante de considerar.

En general, en los últimos meses no se muestran variaciones significativas en cuanto a la distribución de los inmuebles; manteniendo una importante diversificación por área en metros cuadrados, tal como se observa en el siguiente gráfico, y además según área geográfica, ya que posee propiedades en San José centro y otros cantones, Cartago y Alajuela.



3. Ocupación

A la fecha el fondo cuenta con un nivel de desocupación de aproximadamente 4% de su área de arrendamiento, producto de la desocupación que mantiene en la Bodega Importadora la Elegancia, ubicada en Pavas.



4. Concentración:

4.1 Generación de Ingresos:

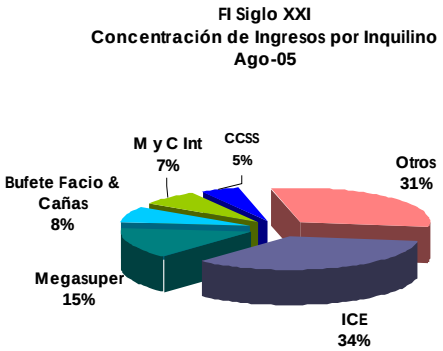
Al 31 de agosto de 2005, los ingresos generados por concepto de alquiler de las propiedades del FI Inmobiliario Siglo XXI fueron de $369,8 mil, lo cual significa un incremento de 65% en el último año. El inquilino que genera la mayor proporción de éstos es el Instituto Costarricense de Electricidad (ICE); a la fecha concentra un 34% de los ingresos totales, lo cual supera el límite establecido por la regulación de fondos inmobiliarios (25%). Este inquilino arrienda tres propiedades del Fondo: Edificio 2x1, Bodegas la Luz Caribeña –parcialmente- y el Edificio Torre Z. Los tres contratos de arrendamiento que actualmente tiene el Fondo con el ICE, se caracterizan por:

- Tener un plazo indefinido, según el artículo 77 de la Ley de Contratación Administrativa; sin

embargo, de conformidad con el voto 11398-03 de la Sala Constitucional dicha norma legal fue declarada inconstitucional, sin embargo aún se encuentra pendiente la realización de un adendum donde se establezca un plazo definido.

- No contemplan incrementos anuales.
- No se establecen garantías.

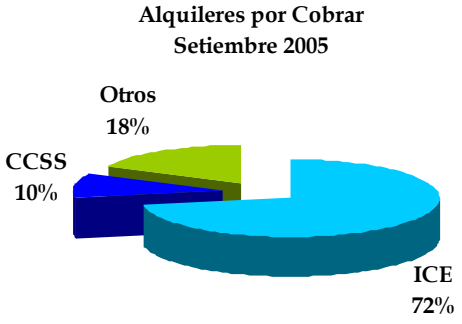
La distribución de los ingresos del fondo por inquilino se muestra en el siguiente gráfico:



Otro inquilino de gran importancia para el fondo es el Supermercado Megasuper, el cual genera 15% de los ingresos totales del fondo que corresponden a los arrendamientos de los siguientes inmuebles: Bodega en Desamparados, Bodega en La Pithaya en Cartago y recientemente, local número 50 del Mall Plaza Occidente. Un aspecto importante de los contratos con este inquilino es el plazo de 10 años, situación que reduce el riesgo de desocupación de estos inmuebles.

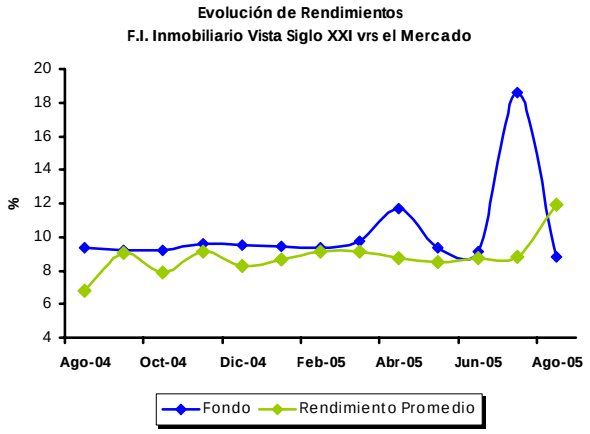
4.2 Atrasos de Alquileres:

Al mes de setiembre de 2005, los alquileres atrasados totales ascienden a $175.429,69, lo cual representa 47% de total de alquiler mensual. De éstos 72% corresponde al inquilino ICE, el cual registra el atraso de un mes de alquiler en cada uno de los inmuebles, lo cual es normal por tratarse de una institución pública.



5. Desempeño Costa Rica:

Con excepción del mes de agosto de 2005, el rendimiento anualizado de los últimos 30 días del Fondo Inmobiliario Siglo XXI en el último año se ha ubicado por encima del rendimiento promedio de la industria de fondos inmobiliarios costarricense. En el siguiente gráfico se muestra el comportamiento de los rendimientos del fondo entre agosto de 2004 y 2005.



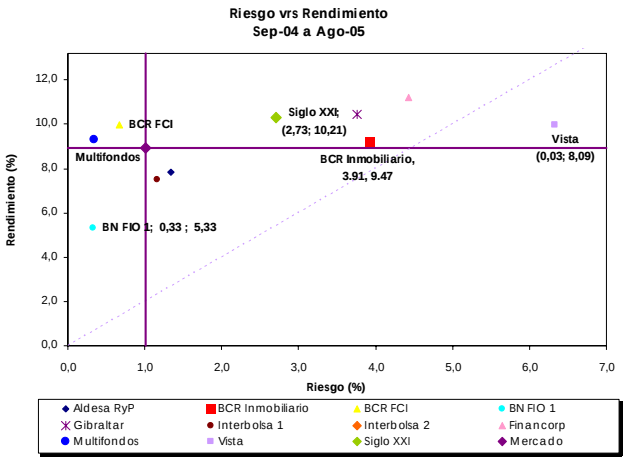
La rentabilidad promedio anual del fondo se ubicó en 10,30%, mientras el promedio del mercado fue de 8,91%, mostrando un mejor desempeño el Fondo Siglo XXI. No obstante, la volatilidad de éste, medida por medio de la desviación estándar es superior al promedio, mostrando además, un coeficiente de variación –unidades de riesgo generadas por unidad de rendimiento percibida- igualmente superior en el fondo (0,26 vrs 0,11 en el último año).

En el siguiente cuadro se muestra con mayor detalle las estadísticas de los rendimientos del fondo, donde destaca mayor rentabilidad promedio en el último trimestre, producto de las revaloraciones anuales de algunos inmuebles.

F.I. Inmobiliario Vista Siglo XXI				
Rendimientos	Mercado: Sep-04 a Ago-05	Anual: Sep-04 a Ago-05	Semestral: Mar-05 a Ago-05	Trimestral: Jun-05 a Ago-05
Promedio	**8,91**	10,30	11,22	12,17
DV	**1,01**	2,71	3,76	5,57
Coef. Variación	**0,11**	0,26	0,33	0,46
Max	**11,92**	18,60	18,60	18,60
Min	**7,89**	8,80	8,80	8,80
Beta	**0,92**	2,20	2,18	1,89
Cuadrante	**n.a**	3,00	3,00	3,00

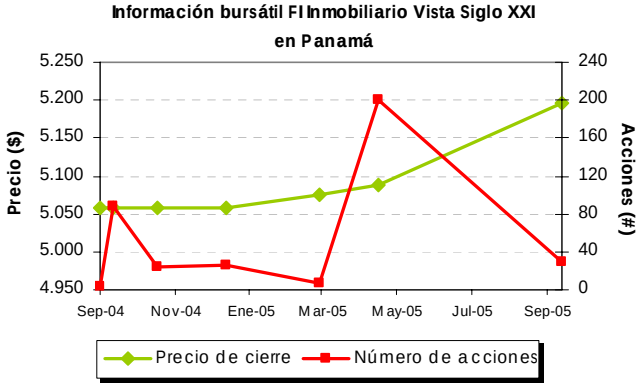
En el siguiente gráfico se realiza un pequeño análisis de riesgo- rendimiento para la industria de fondos de inversión en el último año, el mismo se divide en cuatro cuadrantes partiendo del par ordenado generado por el mercado. Adicionalmente se agrega una línea de 45° la cual permite ver si el fondo está generando mayor rentabilidad que riesgo, situación que únicamente incumple el Fondo Inmobiliario Vista.

En resumen se observa que el rendimiento promedio del Fondo Inmobiliario Siglo XXI es de los más altos del mercado durante este período. Los fondos que presentan la mejor combinación de rendimiento-riesgo son FI Inmobiliario Multifondos y FI BCR Inmobiliario del Comercio y la Industria.



6. Desempeño Panamá:

Las participaciones de Siglo XXI se han negociado un total de siete veces desde su registro en el mercado panameño. Como se observa en el siguiente gráfico, el precio ha mostrado una tendencia creciente, pasando de $5.056,96 en Set.04 a $5.195,79 en la última negociación el pasado 21-Set.-05; lo que significa un incremento en el precio del 2,75%. Con relación al número de participaciones transadas, cabe apuntar que el monto ha sido muy variable, con un mínimo negociado de 3, en la primera operación, y de 200 participaciones, durante Abr.05.



Fuente: Bolsa de Valores de Panamá

OTRAS CONSIDERACIONES

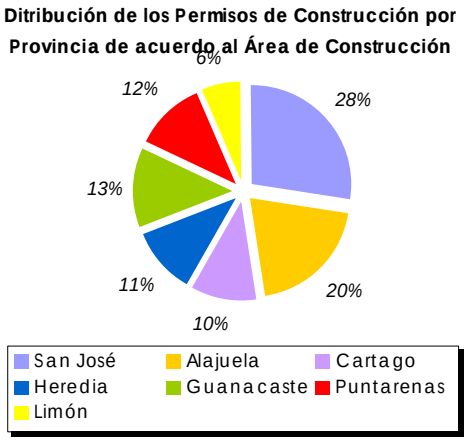
1. Sector construcción en Costa Rica

Con base en un estudio estadístico realizado por el Colegio Federado de Ingenieros y de Arquitectos de Costa Rica (CFIA), se puede estimar que durante el primer semestre del año el sector construcción reportó un incremento del 29% en relación con el mismo período del año 2004. De esta forma al Jun.05 el total de metros cuadrados tramitados entre los meses de Ene.05 y Jun.05 ascienden a 2,76 millones versus 2,15 millones durante el 2004.

En cuanto a la distribución de las obras por tipo, se obtiene que un 88,00% corresponde a proyectos no exonerados, es decir desarrollos de inversión privada, tanto nacional como extranjera, tales como proyectos turísticos, industriales, vivienda y bodegas. Por su parte, un 12,00%, es decir 331.030,44 m^2 fueron destinados a proyectos de obra pública e interés social.

Con relación al área de construcción de los proyectos registrados, un 80% de los proyectos reportados al CFIA mostraron un área promedio de construcción de 148,4 m^2, el 15% siguiente presenta un promedio de 455,5 m^2 y el restante 5% mostró un área promedio superior a los 455,5 m^2, siendo estos los proyectos relacionados con obras del sector turismo, industria y comercio.

Respecto a la composición por provincia, San José continúa siendo la que registra más actividad, seguida por Alajuela y Guanacaste, con un 27,48%, 20,09% y 12,93% respectivamente. Cabe mencionar que durante el 2004, la provincia con mayor crecimiento fue Guanacaste con un 88%, alcanzando 431,000 m^2, seguido por Heredia, Puntarenas y San José, las cuales crecieron en un 51%, 47% y 21% respectivamente.



Fuente: Estadísticas del Sector Construcción, Colegio Federado de Ingenieros y Arquitectos. Jun.05

Con relación al sector inmobiliario en el país, durante la última década se han observado importantes transformaciones. Por ejemplo, con respecto a proyectos habitacionales para la clase media-alta y alta se observó una migración hacia la zona oeste de la capital y la periferia del cantón central de Heredia, sustituyendo paulatinamente a las zonas tradicionales como San Pedro y Pavas. Otros de los puntos atractivos son el límite este de la capital y Cartago.

Por su parte, en el sector comercio e industria, las zonas con mayor dinamismos son Escazú, Santa Ana, Ciudad Colón en el oeste de la capital, y recientemente Curridabat y Tres Ríos en el este de la capital.

2. Entorno económico en Costa Rica

En el 2004, el Producto Interno Bruto (PIB) creció un 4,2%, donde las industrias que más aportaron al crecimiento fueron Transporte, almacenamiento y comunicaciones; Comercio, restaurantes y hoteles; Industrias manufactureras; y establecimientos financieros y seguros. De esta forma la economía nacional se ha ido transformando en una economía de servicios; donde cada vez más hogares obtienen sus ingresos de este sector y gastan más en él.

Asimismo se debe recordar que la demanda externa es el motor de la economía costarricense, el cual que en los últimos años ha generado cerca del 80% del crecimiento del PIB, pues ha aportado aproximadamente tres puntos y medio en promedio del crecimiento del último decenio. Ejemplo de ello es que en el 2004 se tuvo una oferta exportable de más de 3.500 productos a 138 países del mundo elaborados por 1.744 empresas, así como el record en la entrada de turistas

Por su parte, en el sector monetario, los elevados precios del petróleo, así como el alza prevista en las tasas de interés externas, han presionando la política monetaria, la cual muestra cada vez menos grados de libertad, toda vez que la dolarización del sistema financiero y los recurrentes problemas fiscales constituyen un freno. Para este año, se suma la incertidumbre en cuanto a la reforma fiscal y el mayor gasto que podría efectuar al correr un año preelectoral, lo cual es presión adicional sobre las tasas de interés, la inflación y la devaluación.

Con relación a la inflación, durante el año 2004 el Banco Central de Costa Rica (BCCR) propuso como meta de inflación un 9,0%, meta que no se cumplió debido al alto costo de las materias primas importadas y a fuertes ajustes en las tarifas de servicios de electricidad y agua. En enero del 2005 el BCCR planteó como meta procurar una inflación interna entorno al 10% para este año, medida por el Indice de Precios al Consumidor (IPC); no obstante, la magnitud y duración de los choques de oferta fue mayor a lo previsto, y llevaron la inflación a un 13,8% al cierre del primer semestre del año. Las últimas estimaciones apuntan que no será posible alcanzar esa meta de 10%, y proyectan un crecimiento de los precios internos en torno al 12,7% al finalizar el año.
La revisión del Programa Monetario para el período julio 2005 a diciembre 2006 plantea como meta alcanzar, al término del 2006, una inflación que se ubique entre 10% y 11% anual, tomando como referencia la variación en el IPC. Para ello la Institución no ajustará su política monetaria a las tasas actuales de inflación, sino mantendrá el tono restrictivo que ha procurado aplicar en los últimos meses. Esta política se manifestará de la siguiente manera: aumento gradual en la tasa de encaje mínimo legal para obligaciones en moneda nacional y extranjera, de un 12% a un 15%, lo que busca aminorar el ritmo de expansión de la liquidez y del crédito; las operaciones de mercado abierto continuarán como principal instrumento de control monetario; y el BCCR seguirá con el esquema de ajuste diario en el tipo de cambio del colón respecto al dólar estadounidense (minidevaluaciones).

En cuanto al sector fiscal, el desequilibrio fiscal es uno de los principales problemas de la economía costarricense. Lo cual no se prevé cambie a corto plazo, dada la incertidumbre que rodea la reforma fiscal y las presiones que produce sobre los gastos la cercanía de las elecciones presidenciales.

A continuación se presentan los principales resultados macroeconómicos del país.

Principales resultados macroeconómicos Costa Rica, 2004-2006

Indicadores Económicos	2004	2005f	2006f
PIB real	4,2%	3,5%	2,4%
Inflación medida con IPC	13,1%	12,7%	10%-11%
Balance fiscal (% PIB)	3,6%	3,9%	3,8%
Cuenta Corriente (% PIB)	-4,5%	-4,7%	-4,5%
Cambio RIN del BCCR ($mill)	82	290	-50
Crédito al sector privado (%anual)	11,9%	10,8%	9,1%

Fuente: Banco Central de Costa Rica. Revisión del Programa Monetario 2005-2006, Jul.05

3. Riesgo soberano de Costa Rica y Panamá

Actualmente este Costa Rica posee una calificación de riesgo que se ubica por debajo del grado de inversión. En el siguiente cuadro se puede apreciar la calificación de riesgo otorgada por distintas agencias internacionales.

Calificación de Riesgo de la República de Costa Rica en Moneda Extranjera

Calificadora	Moneda Extranjera		
	L.P.	C.P.	Perspectiva
S&P	BB	B	Estable
Fitch	BB	B	Negativa
Moody´s	Ba1	NP	Negativo

Fuente: S&P, Moody´s y Fitch Ratings.

La calificación de riesgo otorgada a la República de Costa Rica se sustenta por las distintas agencias internacionales en temas como:

- Alta diversificación de la economía.
- Posibilidad de una reforma fiscal.
- Alta dolarización de la economía.
- Alto déficit fiscal.
- Estabilidad política y social que ha mostrado el país.

Actualmente el país tiene dentro de su agenda la discusión de dos temas relevantes, la reforma fiscal y el tratado de libre comercio con Estados Unidos, el primero ya inicio su discusión en la Asamblea Legislativa, mientras que el segundo aún no.

También es importante considerar que ya se dio inició al proceso electoral en el país; que tendrá sus próximas elecciones en febrero del año entrante, dentro de un ambiente de apatía por parte de los electores y un crecimiento importante en el número de partidos políticos, que podría hacer prever una estructura de la Asamblea Legislativa muy fraccionada y que genere problemas para la aprobación de proyectos o leyes importantes para el país.

Otro dato importante sobre la entidad de referencia es su historial de moratoria, la cual únicamente se ha declarado una vez en la primera parte de la década de los 80´s; luego de la cual se dieron una serie de reformas estructurales impulsadas principalmente por el Fondo Monetario Internacional propiciando una mayor liberalización y diversificación de la economía, lo que ha generado un marco relativamente favorable para el desenvolvimiento del sector productivo.

Con respecto a Panamá, la calificación de riesgo del país también se ubica por debajo de grado de inversión, demostrando una capacidad crediticia debajo del promedio con relación a otros emisores soberanos. En el siguiente cuadro se puede apreciar la calificación de riesgo otorgada por distintas agencias internacionales.

Calificación de Riesgo de la República de Panamá en Moneda Extranjera

Calificadora	Moneda Extranjera		
	L.P.	C.P.	Perspectiva
S&P	BB	B	Estable
Fitch	BB+	B	Estable
Moody´s	Ba1	-	Estable

Fuente: S&P, Moody´s y Fitch Ratings.

Esta calificación de riesgo se sustenta principalmente por las siguientes fortalezas:

- Estabilidad política y social que ha mostrado el país.
- Estabilidad monetaria anclada por el uso del dólar de los E.E.U.U.
- Economía abierta que se especializa en servicios internacionales.
- Baja deuda externa neta.
- Potencial económico de los activos invertidos que rodean el canal.

Por su parte, las Agencias señalan como principales debilidades de Panamá lo siguiente:

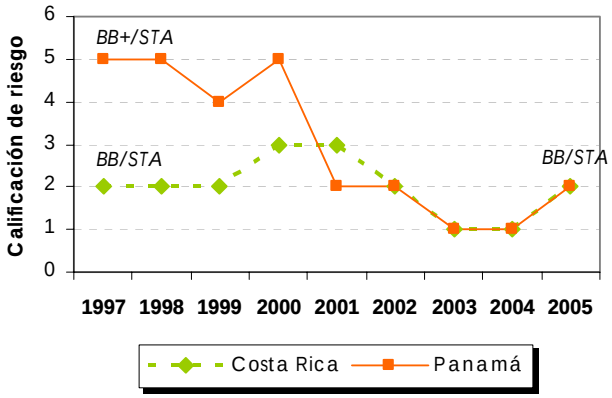
- Alta deuda de sector público
- Capacidad limitada de responder a los choques externos
- Indicadores sociales débiles
- Los desequilibrios fiscales limitan flexibilidad de la política y no son compatibles con el marco de dolarización de la economía panameña.

Cabe mencionar que durante el 2005 las Agencias internacionales modificaron la perspectiva de la calificación de riesgo de Negativa a Estable como reflejo de una mejora en perspectivas de crecimiento combinado con el éxito limitado en las diferentes reformas que ha llevado a cabo el Gobierno.

Tomando de referencia la calificación histórica de ambos países dada por Standard & Poors, como se observa en el siguiente gráfico, se puede concluir lo siguiente:

- A la fecha ambos países mantienen la misma calificación de riesgo, BB con perspectiva Estable
- La calificación de riesgo de Costa Rica, ha presentado una menor variabilidad, manteniéndose durante los últimos nueve años en BB, donde los cambios se han dado en la perspectiva. Por su parte, en el caso de la calificación de Panamá, para el mismo período se observa una disminución en la calificación de BB+ a BB en el 2001, de la mano con continuos cambios en la perspectiva de la calificación.
- En los últimos cuatro períodos la calificación de ambos países han presentado la misma tendencia, lo que refleja la alta correlación entre ambos.

Evolución de la calificación de riesgo internacional en moneda extranjera a largo plazo de Costa Rica y Panamá.

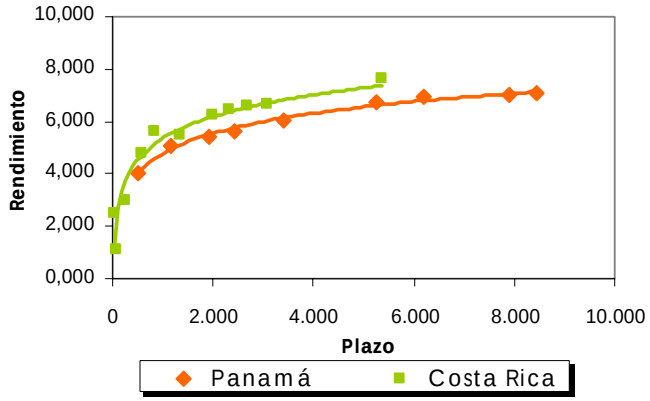


Fuente: S&P

Es importante señalar que las agencias calificadora han establecido para la República de Panamá una la calificación "techo" para el país superior a la calificación del Gobierno de la República, siendo en el caso de Fitch A- y Moodys Baa1. Lo anterior se da como reflejo del desempeño del sector privado y la importante participación en el sector de servicios financieros de entidades extranjeras y multinacionales.

Con relación a la curva de rendimientos, en el caso de la deuda soberna costarricense, esta presenta rendimientos levemente superiores a los de Panamá para los mismos plazos, lo cual indica que el mercado considera más riesgosos los instrumentos de Costa Rica versus instrumentos de la República de Panamá, empero que ambos presentan la misma calificación de riesgo.

Curva rendimientos Costa Rica y Panamá en dólares, 31-Ago.-05

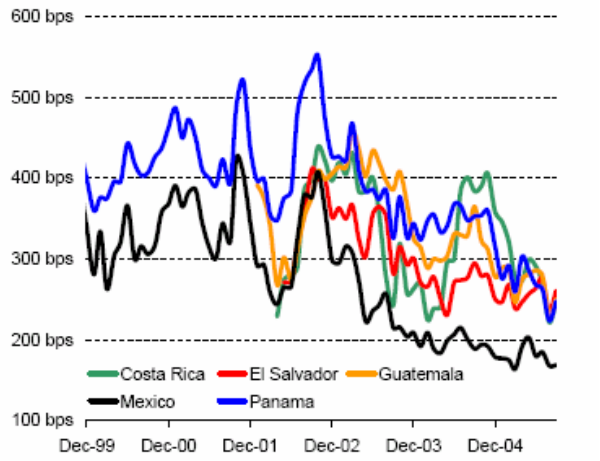


Fuente: Bolsa Nacional de Valores de Costa Rica

Por su parte, realizando el análisis de acuerdo a los diferenciales de tasas que cada país con respecto a los Bonos del Tesoro de EE.UU, se puede concluir que tanto Costa Rica como Panamá han presentado en los últimos años una tendencia decreciente, similar a la observada en el resto de la región. Lo que lleva a que la diferencia entre los países sea mínima, con una prima por riesgo promedio de 250 punto base.

Cabe señalar como en el caso de Panamá, los niveles del spread han disminuido en mayor medida que Costa Rica durante los últimos meses, ubicándose así por debajo para las últimas observaciones.

Evolución de los Spreads respecto a Bonos del Tesoro de los EE.UU. para los países de América Central, Dic.99 – Ago.05



Fuente: JP Morgan

4. Riesgo de transferencia, inconvertibilidad de divisas y ejecución.

De la mano con el análisis del riesgo país, es importante analizar en mayor detalle los riesgos asociados al sistema cambiario, a los controles sobre los flujos de capitales y margo legal y operativo que haga viable la posibilidad del repago de deuda o a la repatriación de inversiones. Para ellos se analizarán a continuación los riesgos de transferencia, el riesgo de inconvertibilidad y el riesgo de ejecución.

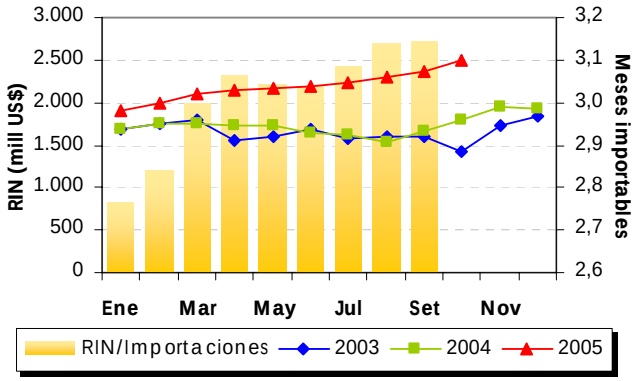
En cuanto al riesgo de transferencia, este se refiere al riesgo que por disposición legal efectiva no se permita la remesa de divisas para el pago de deudas o para la repatriación de capitales. Este tipo de riesgo limita la transferencia de activos hacia el exterior y es un riesgo que se origina por la relativa poca disponibilidad de divisas.

Para evaluar este tipo de riesgo es importante referirse a las cuentas externas del país, con énfasis en las Reservas Internacionales (RIN) que se mantienen, pues el saldo en las mismas puede determinar la capacidad de respuesta de la economía ante eventuales shocks en los mercados financieros.

Al respecto, al 14 de Oct.05 las RIN ascienden los US$2.488,90 millones, lo que significa un crecimiento respecto a Ene.05 de un 30,60%, por su parte en comparación al mismo período del 2004 y 2003, los incrementos superan el 38% y 74% respectivamente.

Es importante referirse a la cobertura de las RIN respecto a las Importaciones[1] del país, como uno de los indicadores para hacer frente a las obligaciones en moneda extranjera. De esta forma, como se observa en el siguiente gráfico, durante el 2005, se ha dado una tendencia creciente en el número de meses importables, alcanzado a Ago.05 el valor de 3,14 meses.

Evolución de las Reservas Internacionales Neta de Costa Rica, 2003- 2005



Fuente: Banco Central de Costa Rica

Con respecto a las políticas económicas planteadas alrededor de esta cuenta, para el 2005, el BCCR planteó una política cambiara con el objetivo de alcanzar un déficit en cuenta corriente de la balanza de pagos en un 4,2% del PIB, consistente con el flujo de financiamiento externo previsto para el año, por lo que se programó un nivel de RIN similar al del cierre del 2004.

[1] Medida como la relación de las Reservas Monetarias Internacionales Netas y el promedio anual de las Importaciones CIF mensuales

Sin embargo, al cierre del primer semestre del 2005, el déficit observado es superior al del año anterior, sin que esto afectara el flujo de recursos externos, los cuales fueron suficientes para financiar el incremento en el déficit y generar un incremento en las RIN.

Con relación al riesgo de inconvertibilidad este se refiere a cualquier evento o circunstancias que desde la perspectiva legal o práctica:

i. Tenga efecto directo o indirecto en la obstrucción, limitación o restricción en la convertibilidad del colón en dólares; o la transferencia de dólares de la jurisdicción de la Entidad de Referencia a otros países (incluyendo, sin limitación, incluyendo, retrasos, aumentos en los costos o los tipos de cambio discriminatorios o cualquier restricción actual o futuro en la repatriación del CRC en USD)

ii. Como resultado de la indisponibilidad de moneda fuerte/dura en el mercado de moneda extranjera interbancario localizado en la jurisdicción de la entidad de la referencia de acuerdo con práctica comercial normal

Al respecto se debe tener presente que la cuenta de capitales costarricense ha estado abierta desde hace muchos años, y constitucionalmente no existen diferencias en el trato de los inversionistas extranjeros y nacionales. La libre repatriación de capitales ha sido una constante, incluyendo los períodos en que el Banco Central monopolizó la comercialización de divisas.

Asimismo, la profundización de la liberalización de la cuenta de capitales se vio favorecida con la eliminación de restricciones a los movimientos de capital en 1992, y con las reformas a la Ley Orgánica del Banco Central, en 1995, en las que se fortaleció esta liberalización, especialmente con la prohibición para establecer restricciones a la compra y venta de divisas.

En cuanto al período de monopolización, este inicia a finales de 1980, cuando se planteó el establecimiento de diversos tipos de controles directos sobre las importaciones, como recargos cambiarios, tipos de cambio múltiples (mercados duales), etc.

De esta forma el BCCR aplicó la facultad del Artículo 97 de su ley orgánica, con la cual limitó el uso de las divisas oficiales al pago de bienes y servicios indispensables, definidos así por la propia institución, mientras el reste se tramitaría por el mercado libre. Algunas de las medidas cambiarias restrictivas adoptadas fueron las siguientes:

- No conceder divisas del mercado oficial para cubrir gastos de viaje al exterior
- Autorizar el pago de las importaciones con divisas del mercado oficial únicamente hasta por 50% de su valor, por lo cual el 50% restante debe cursarse por el mercado libre
- Autorizar a los exportadores para liquidar el 50% del producto de sus ventas al exterior en el mercado libre, y el otro 50% en el mercado oficial.
- Establecer sobretasas temporales a las importaciones y depósitos previos, con plazo de seis meses.
- Crear un fondo de fomento de las exportaciones
- Autorizar a los bancos comerciales para comprar y vender dólares en el mercado libre, como agentes del Banco Central.

Tales decisiones cambiarias, vigentes a partir de octubre de 1980, tuvieron diversas modificaciones en las semanas siguientes. Al respecto estas medidas provocaron distorsiones en la economía con efectos reducidos y transitorios.

Por su parte, en cuanto al riesgo de ejecución, el mismo corresponde a las posibles pérdidas por dificultades en el procedimiento de pago, el cual puede atrasarse minutos o inclusive días, lo cual podría eliminar ventajas económicas. Este riesgo puede darse como resultado de problemas técnicos (dificultados en la transferencia de datos, infraestructura obsoleta), aspectos sociales, marco político y contexto geopolítico, entre otros. Al respecto, es importante considerar la participación de de instituciones como Latin Clear dentro del proceso tanto de colocación como de pago.

5. Legislación tributaria

Con relación al tema tributario, es importante referirse a la legislación costarricense y sus implicaciones para los inversionistas panameños. Al respecto se importante apuntar que en materia tributaria el fondo se rige por lo dispuesto en el artículo 100 de la Ley Reguladora del Mercado de Valores de Costa Rica en el cual se detalla la tasa impositiva que se aplica de acuerdo al tipo de inversión que realiza el Fondo, siendo este entre un 5% y un 8%.

Por su parte, los rendimientos, dividendos y ganancias de capital generados por los Títulos de participación de los fondos de inversión estarán exonerados de todo tributo.

CATEGORÍAS DE CLASIFICACIÓN DE RIESGO DE FONDOS DE INVERSIÓN

scr-AAAf: La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan la más alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Excelente.

scr-AAf: La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una muy alta seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Muy Bueno.

scr-Af: La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una buena seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimiento de pago. Nivel Bueno.

scr-BBBf: La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración

proporcionan suficiente seguridad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago. Nivel Satisfactorio.

NIVEL DEBAJO DEL NIVEL DE INVERSIÓN

scr-BBf: La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración proporcionan una seguridad incierta contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago.

scr-Bf: La calidad y diversificación de los activos del fondo, fortalezas y debilidades de la administración muestran vulnerabilidad contra pérdidas provenientes de incumplimientos de pago.

scr-Cf: Fondos de Inversión que tengan suspendidos el pago del capital en los términos y plazos pactados.

scr-Df: Fondos de Inversión que no proporcionan información valida y representativa para llevar a cabo el proceso de calificación antes o durante la vigencia del fondo.

(+) o (-): la adición del signo positivo o negativo da referencia de la posición relativa dentro de las diferentes categorías de calificación.

Categorías de calificación de riesgo del mercado

Categoría 1: Baja sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado.

Categoría 2: Moderada sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado.

Categoría 3: Alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado.

Categoría 4: Muy alta sensibilidad a condiciones cambiantes en el mercado.