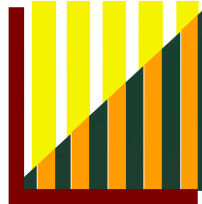


SOCIEDAD CALIFICADORA DE RIESGO CENTROAMERICANA S.A.



SOCIEDAD
CALIFICADORA DE RIESGO
CENTROAMERICANA S.A.

Financial Risk Advisors Co.

INFORME DE CALIFICACIÓN DE RIESGO DE: CABEI CENTRAL AMERICAN FUND P.L.C

INDICE GENERAL

1. DESCRIPCIÓN DEL CABEI CENTRAL AMERICAN FUND P.L.C	1
2. ADMINISTRACIÓN DEL FONDO	1
3. POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y ENDEUDAMIENTO	2
4. ANÁLISIS DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN	3
5. PERSPECTIVA GENERAL DE LA REGIÓN	7
6. CONCLUSIONES GENERALES	8
7. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN	9

Calificación: scr AAf

Riesgo Mercado: 3

Sesión: 21-03

Contactos:

Gary Barquero A.
gbarquero@scriesgo.com
Yin Mei Acón C.
ymacon@scriesgo.com
Felipe A. Brenes P.
fbrenes@scriesgo.com
www.scriesgo.com

OCTUBRE 2003

CABEI Central American Fund P.L.C.

Octubre 2003

Calificación de Riesgo Otorgada: scr AAf**Riesgo de Mercado:** 3**Sesión:** 21-03

Contactos: Gary Barquero A. gbarquero@scriesgo.com
 Yin Mei Acón C. ymacon@scriesgo.com
 Felipe Brenes P. fbrenes@scriesgo.com

Teléfono: (506) 552.59.36**1. DESCRIPCIÓN DEL CABEI CENTRAL AMERICAN FUND P.L.C**

El CABEI Central American Fund P.L.C., es un Fondo de inversión abierto y no seriado, que fue aprobado para oferta pública por parte de la Superintendencia General de Valores (SUGEVAL) en Costa Rica desde el 31 de julio del 2003, por medio de la resolución SGV-R-672.

Este Fondo fue aprobado desde marzo de 1999 como una Compañía de Inversión en la República de Irlanda, bajo las regulaciones establecidas en éste país y las de la Unión Europea.

El Fondo está orientado a invertir principalmente en títulos emitidos por entidades pertenecientes a los países socios regionales y extraregionales del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), además de Panamá, República Dominicana y Belice. Actualmente cuenta aproximadamente con un total de activos de más de USD\$66.0 millones y con más de 52.8 mil acciones vendidas.

El CABEI Central American Fund esta clasificado como un Fondo sofisticado por el Banco de Irlanda, actualmente se encuentra en proceso de ser reclasificado como un Fondo profesional. Lo anterior implica cambios en el monto de las inversiones mínimas que deben hacer los inversionistas para participar en el Fondo.

La principal gestión del Fondo se lleva a cabo por el Deutsche Asset Management subsidiaria del Deutsche Bank y por el Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE).

El Deutsche Asset Management (DeAM) forma parte del banco alemán Deutsche Bank (DB), quien cuenta con una calificación de riesgo AA- otorgada por Standard and Poor's, dentro de su división de Private Clients and Asset Management. Actualmente administra una cartera mayor a los \$650 mil millones en activos, con más de 500 profesionales en inversión a nivel mundial.

El Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE, o CABEI por sus siglas en inglés), es una entidad creada desde 1960, bajo los preceptos de un banco de desarrollo, para financiar proyectos tanto del sector

público como del privado, de sus países miembros. Cuenta con una calificación de riesgo grado BBB otorgada por Standard and Poor's y con un patrimonio total, a dic. 02, de USD\$1.187.5 millones y activos por USD\$3.243.5 millones.

El grupo de países miembros regionales lo conforman Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y El Salvador, como miembros extraregionales están Argentina, Colombia, México y Taiwán (República de China). A la fecha existen otros países que han mostrado su interés por formar parte de los miembros socios del BCIE.

2. ADMINISTRACIÓN DEL FONDO

En la administración del CABEI Central American Fund participan varios agentes, cada una de las cuales tiene sus obligaciones y controles establecidos, a continuación se describen brevemente cada una de ellas:

a. Junta de Directores

La Junta de Directores está conformada por un miembro del Deutsche Bank, dos miembros del Deutsche Asset Management, dos del BCIE y tres miembros independientes. La principal función de éste organismo es proporcionar supervisión sobre los asuntos del CABEI Central American Fund y sus carteras.

En el siguiente cuadro se presentan a los miembros que actualmente conforman la Junta de Directores del Fondo

Miembro	Cargo	Años de Experiencia
Walter Postman	Presidente	18
Hartwik Krieg	Director por DB	12
Richard Hale	Director por DeAM	27
Rodrigo Briones	Director por DeAM	25
Jaime Chávez	Director por BCIE	12
Nick Rischbieth	Director por BCIE	23
Michael Greene	Director Goodbody	30
Per Ake Rydberg	Director DBSC	30

Es importante notar la experiencia acumulada de cada uno los miembros de la Junta de Directores, la cual da un

aporte muy significativo para el desarrollo del Fondo. También se debe notar la influencia en mayor proporción de los miembros provenientes de DeAM y del DB, así como de los miembros independientes.

b. Gestor de Inversiones

El gestor de inversiones es, desde enero del 2002, Investmen Company Capital Corp. (ICCC), radicada en Maryland, USA. Esta empresa se dedica a la administración de Fondos de inversión, administra activos por más de USD\$10.8 mil millones a diciembre del 2001. Es una subsidiaria indirecta totalmente propiedad del Deutsche Bank AG. Dentro de las principales funciones que debe desarrollar se encuentran preparar reportes, análisis, compra, venta o inversiones en nombre del Fondo.

c. Asesor de Inversiones

Desde enero del 2002 el gestor de inversiones es DWS Finanz-Service GmbH, ésta es una subsidiaria indirecta del Deutsche Bank que cuenta con oficinas en Europa y Estados Unidos, administrando más de USD\$100.0 mil millones y cuenta con aproximadamente 600 funcionarios.

Dentro de sus funciones se pueden mencionar la asesoría y servicios de gestión de cartera, decisiones de inversión diarias, ejecución de transacciones de cartera, entre otras.

d. Custodio

La entidad que ofrece el servicio de custodio desde febrero del 2003 es The Governor and Company of the Bank of Ireland. Esta entidad forma parte del Banco de Irlanda, creado desde 1783, cuenta con cerca de USD\$132.0 mil millones en activos bajo custodia. La principal responsabilidad del custodio es proteger todos los activos del CABEL Central American Fund.

e. Administrador

Desde febrero del 2003, el CABEL Central American Fund designó al Bank of Ireland Securities Services Limited (BoISS) como administrador, ésta es una subsidiaria del Banco de Irlanda. Dentro de las responsabilidades asignadas al administrador se encuentran: agente registrador, cálculo del valor neto de las acciones, preparación de informes, entre otros.

f. Junta de Asesores

Este órgano se reúne usualmente una vez al año con el fin de revisar los acontecimientos en Centro América y poner sus resultados a disposición del Comité de Inversiones.

g. Comité de Inversión

Consiste en un grupo de cinco miembros, provenientes del Gestor de Inversiones, del Asesor de Inversiones y del BCIE. Es responsable de realizar recomendaciones al Asesor de Inversiones concernientes a la colocación geográfica de activos y evaluación de riesgos en los mercados financieros.

En conjunto, los profesionales que conforman el Comité de Inversiones acumulan más de 70 años de experiencia en distintas áreas, relacionadas con el tema de análisis de inversiones en mercados internacionales.

Esto otorga un alto grado de confianza en el proceso de toma de decisiones que afecten directamente las posiciones en diferentes emisiones en las que participe el Fondo.

Miembros del Comité de Inversión CABEL Central American Fund Junio 2003

Miembro	Cargo	Profesión	Años de Experiencia
Rodrigo Briones	Presidente del Comité de Inversiones y Comité de Precios	Doctorado Universidad New York	25
Markus Kohlenbach	Jefe de Gestión Internacional de Cartera de ingreso Fijo en DWS	Master en Economía de Universidad de Münster	14
Christian Kopf	Gerente de Cartera Centroamericana BCIE	Master en Economía Universidad Witten/Herdeck	4
Nick Rischbieth Glöe	Tesorero del BCIE	MBA de la Universidad de Washington	24
Eduardo Valle	Coordinador del Fondo con BCIE	MBA Universidad de Arizona	8

3. POLÍTICAS DE INVERSIÓN Y ENDEUDAMIENTO

Según el prospecto presentado al 31 de enero del 2003, el Fondo puede crear distintas carteras de activos y realizar inversiones en instrumentos de deuda, instrumentos de liquidez, emisiones soberanas, emisores propiedad del Estado, emisiones corporativas, supranacionales, cuasi-

gobierno y cualquier otro instrumento considerado por los Directivos o Comité de Inversión. Se establece la posibilidad de invertir el 100% de los activos en títulos emitidos o garantizados por el BCIE. Las políticas de inversión, para cada cartera de activos, serán creadas por los miembros directores del CABEL Central American Fund.

Cómo se mencionó al inicio, la intención del Fondo es invertir en valores provenientes de los países socios del BCIE, los cuales por sus características pueden tener baja liquidez en los mercados de valores internacionales, debido a los riesgos presentes en economías de países emergentes.

Las restricciones que se han señalado, en el prospecto, relacionadas con las inversiones que puede hacer y endeudamiento, se resumen a continuación:

- El valor de las inversiones en bonos de baja liquidez o private placement no puede superar el 10% del valor total del portafolio.
- No se puede poseer más del 20% del valor total de los bonos emitidos por cualquier compañía.
- No se puede poseer más del 15% del capital accionario emitido por cualquier emisor.
- No se puede adquirir capital accionario que conlleve derecho de voto.
- Hasta un 30% del portafolio total en un fondo mutual ilimitado que invierta en instrumentos de moneda local de corto plazo de los países centroamericanos.
- Las inversiones se pueden realizar en los países que formen parte del grupo de miembros del Banco Centroamericano de Integración Económica (BCIE), hasta la fecha los miembros regionales son: Costa Rica, Guatemala, Honduras, Nicaragua y El Salvador, y como miembros extrarregionales están: Argentina, Colombia, México y Taiwán.
- Hasta un 100% en bonos garantizados o emitidos por el BCIE
- Se puede apalancar hasta un 100% del valor neto de los activos.

Por parte del endeudamiento, actualmente el Fondo no cuenta con ningún grado de apalancamiento, pero para su inscripción en el mercado costarricense se eliminó la su posibilidad de apalancarse.

En éste sentido se cuenta con el compromiso del Comité de Inversiones del Fondo, de cumplir con las políticas de diversificación y endeudamiento de la Comunidad Económica Europea mientras el Fondo se comercialice en Costa Rica.

El agente colocador de las participaciones del CABEL Central American Fund en Costa Rica será Interfin Sociedad de Fondos de Inversión S.A., una sociedad 100% de Corporación Interfin S.A.

Es importante considerar que dentro del proceso de toma de decisión se incorpora la experiencia de funcionarios del Deutsche Bank y del BCIE, los cuales deben cumplir con los lineamientos establecidos en el prospecto del Fondo y con los controles establecidos por el Bank of Ireland.

También es importante tomar en cuenta que los lineamientos generales son establecidos por el Comité de Inversiones, considerando factores cuantitativos y técnicos, con acceso a información de primera línea referente a los mercados emergentes internacionales.

4. ANÁLISIS DEL PORTAFOLIO DE INVERSIÓN

Como se mencionó anteriormente, el objetivo del Fondo es invertir en los países socios del BCIE, aunque actualmente no se tienen inversiones en todos ellos.

En el siguiente cuadro se puede apreciar la composición a junio del 2003 del portafolio; además se pueden ver algunos cambios que se han dado en la distribución del portafolio con relación a marzo 03.

**Composición del Portafolio
-Junio 2003-**

País	% Inversión	
	Marzo	Junio
AES Clesa –El Salvador-	8,91	8,43
Colombia	6,44	6,63
Costa Rica	27,09	24,45
El Salvador	22,47	21,82
Guatemala	10,16	13,51
México	7,03	7,17
Panamá	3,31	3,44
PEMEX –México-	3,28	3,22
República Dominicana	6,37	0,00
Efectivo	4,94	11,34

Fuente: Bank of Ireland Securities Services

Se puede apreciar como se han dado cambios en los porcentajes que componen la cartera del Fondo, en los últimos meses.

Las inversiones que se encuentran en caja o efectivo representan a Jun03 casi el 11% (\$7.7 millones) del total de los activos del Fondo, mientras que para Mar03 alcanzaban aproximadamente el 20% (\$3.2 millones). Este incremento se debe, básicamente al vencimiento el pasado May03 del título Costa Rica 2003, el pasado mes de mayo; además de que se vendió la posición que se mantenía en los bonos de República Dominicana, provocada por las situaciones que se presentaron en ese país relacionadas con las situaciones observadas con el Banco BANINTER.

En el mediano plazo se espera observar más cambios, especialmente por las perspectivas que se tienen de algunos países de la región. En el **Anexo 1** se puede apreciar un detalle del comportamiento de la composición del portafolio durante el primer semestre del presente año.

Ya para el mes de agosto se presentaron cambios en la estructura del portafolio, debido a que se incluyeron dos nuevas inversiones dentro de la cartera de activos del Fondo. En el siguiente cuadro se muestran las nuevas inversiones que se realizaron

**Nuevas Inversiones
-Agosto 2003-**

País	Monto Inversión	% Activos Totales	Año de Vencimiento
Colombia	USD\$2.133.895	3.19%	2013
Guatemala	USD\$2.035.930	3.05%	2013

Con estas nuevas inversiones, la participación dentro de la cartera de las negociaciones hechas en títulos colombianos alcanza a representar en Ago03 el 9.92% y las guatemaltecas el 16.3%. Además es importante mencionar que el monto de efectivo que mantiene el fondo pasó a representar el 5.1%

La cartera presenta una madurez promedio a Junio 03 de 7.98 años, siendo éste el efecto de la combinación de las inversiones que se han realizado en emisiones de mediano y largo plazo, como es el ejemplo de la serie del gobierno Salvadoreño, con vencimiento en el año 2032 o la de Panamá que vence en el año 2023.

La duración modificada del portafolio a junio del 2003 es de 4.35 años, con ésta medida se puede estimar el impacto sobre el valor del Fondo ante el cambio en las tasas de interés, es decir ante incrementos en las tasas de interés del 1% el valor del Fondo podría caer cerca del 4.35%.

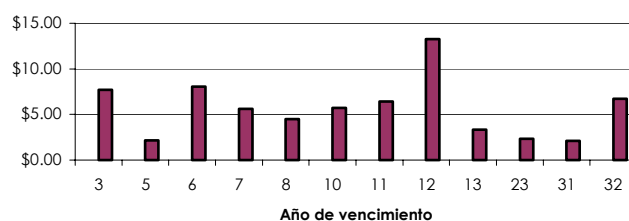
En el mediano plazo se espera que la duración promedio del Fondo disminuya, esto debido a las decisiones del Comité de Inversión, las cuales pretenden inmunizar el Fondo con inversiones de menor plazo, debido a las expectativas al alza que se tienen del comportamiento de las tasas de interés en el mercado estadounidense, lo que afecta las perspectivas de reinversión. La inmunización pretende proteger el valor del portafolio ante cambios en las tasas de interés, las cuales se reflejan en el precio de los bonos o títulos.

El plazo de las inversiones que realiza el Fondo, influye en la sensibilidad del portafolio ante cambios en las tasas de

interés del mercado o en los precios de los instrumentos que poseen.

En el siguiente gráfico se presenta el vencimiento por año de los títulos que tiene el Fondo actualmente:

**Vencimiento Inversiones
Junio 2003**



Un factor importante de considerar es el grado de riesgo que tienen los países miembros del BCIE, ya que éste se trasmite directamente al Fondo. En el cuadro que sigue se presenta la calificación de riesgo que tiene cada uno de los países socios del BCIE.

**Calificación de Riesgo
-Países Miembros BCIE-**

País	S&P	Moody's
Costa Rica	BB	Ba1
Guatemala	BB-	Ba2
Honduras	-	B2
Nicaragua	-	Caa1
El Salvador	BB+	Baa3
Argentina	S.D.	Ca
Colombia	BB	Ba2
México	BBB-	Baa2
Taiwán	AA-	Aa3

Fuentes: S&P, Moody's. Junio 2003.

Es importante considerar que solamente existen dos países socios (México y Taiwán) con calificación sobre el grado de inversión. Esta situación se ve reflejada directamente en el riesgo de la cartera que administra el CABEL Central American Fund. La mayor proporción de las inversiones del Fondo se han realizado en títulos calificados dentro de la categoría BB, con casi un 84%, el restante 16% en emisiones calificadas dentro de la categoría BBB, estas últimas emisiones son las realizadas en el gobierno de México y en PEMEX. Se debe considerar que el BCIE tiene actualmente una calificación BBB otorgada por Standard and Poor's, ya que el Fondo puede realizar inversiones en títulos provenientes o garantizados por esta entidad.

Otra característica importante de considerar es que para Jun03 el Fondo tiene un 9.5% de sus inversiones en

colocadas en AES Clesa (9.5%), una empresa de capital privado, registrada en el mercado salvadoreño.

Comportamiento de las Inversiones

Los títulos en los que ha invertido el CABEL Central American Fund hasta Jun03 muestran desviaciones estándar que se podrían considerar bajas, al tomar en cuenta el comportamiento de los rendimientos del primer semestre del presente año de cada uno de esos títulos. Siendo la inversión en Colombia la que ha mostrado una mayor variabilidad dentro de los valores que se incluyen dentro del portafolio de inversión. Es interesante notar como los títulos Guatemala 07, Salvador 06 y México 06 muestran una menor variabilidad, a pesar de tener vencimientos muy cercanos al Colombia 08. La desviación promedio ponderada de la cartera es de 0,390%, debido a que la mayor proporción de las inversiones, está en títulos que han mostrado una baja variabilidad.

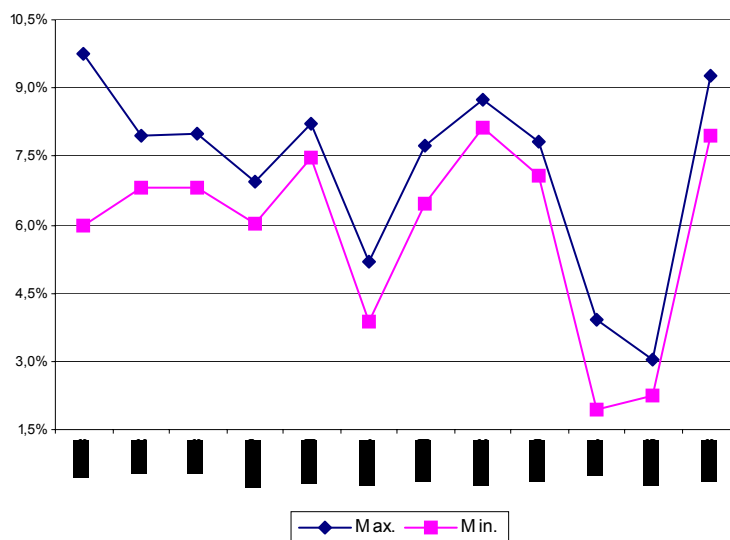
En el siguiente cuadro se pueden apreciar la desviación estándar de cada uno de los instrumentos que conforman la cartera de activos. Además se encuentran el rendimiento máximo, mínimo y promedio que han tenido esos títulos a lo largo de estos seis meses del 2003.

Estadísticas Generales -Cartera de Activos CABEL Central American Fund- Enero-Julio 2003

Inversión	% Cartera	Desv. Estand.	Rend. Prom.	Rend. Max.	Rend. Min.
AES 10	9,99%	0,259%	7,47%	7,84%	7,09%
Colombia 08	7,76%	1,337%	7,50%	9,77%	5,97%
Costa Rica 12	23,40%	0,382%	7,39%	7,97%	6,83%
Costa Rica 13	5,67%	0,371%	7,39%	7,98%	6,81%
Guatemala 07	9,86%	0,195%	6,37%	6,93%	6,04%
Guatemala 11	6,12%	0,194%	7,85%	8,23%	7,49%
México 06	4,87%	0,587%	2,78%	3,91%	1,96%
Panamá 23	3,63%	0,400%	8,57%	9,25%	7,95%
PEMEX 05	3,79%	0,214%	2,59%	3,06%	2,26%
Salvador 06	9,35%	0,309%	4,60%	5,19%	3,89%
Salvador 11	4,56%	0,311%	6,90%	7,73%	6,47%
Salvador 32	11,01%	0,224%	8,37%	8,75%	8,11%

En el siguiente gráfico se presentan, a modo de referencia los rendimientos máximos y mínimos de cada uno de los títulos del portafolio.

Rendimiento Máximo y Mínimo
Inversiones CABEL Fund
Enero-Junio 2003



Al observar el comportamiento del rendimiento de cada uno de los títulos, se aprecia que cerca del 63% de los veces se ha obtenido un rendimiento que supera el 7%, pero se debe tener presente que existen títulos como Salvador 06, México 06 y PEMEX 05 que concentran sus rendimientos en resultados por debajo del 6.5%.

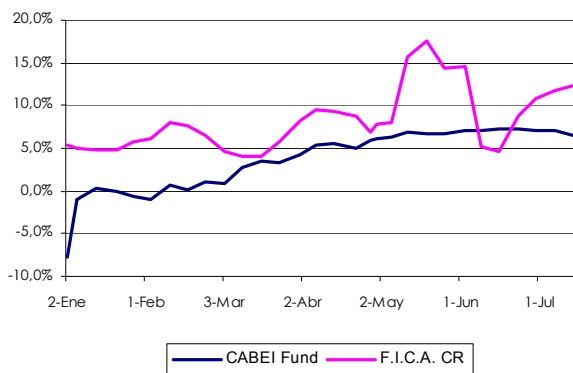
La correlación que existe entre los títulos de la cartera, en todos los casos es positiva, con diferentes grados de intensidad. Es decir, todos los resultados se mueven hacia el mismo lado, sea positivo o negativo. Al concentrarse las inversiones en una misma región, con características socio-económicas, hasta cierto grado similares, explica el porque de las correlaciones positivas. Si es importante considerar que los mercados internacionales, luego de la crisis que vivieron algunos países suramericanos, aprendieron a diferenciar las distintas características de los países que conforman Latino América, identificando las oportunidades de inversión en países centroamericanos, comprendiendo además, que en algunos casos, por el nivel de integración a la economía global, sus economías no se ven contagiadas por las crisis económicas de economías mucho más grandes.

En el **Anexo 2** se pueden apreciar los resultados de la correlación entre cada uno de los activos del portafolio del CABEL Central American Fund.

Comportamiento del rendimiento de la cartera

Desde enero a junio del presente año, los rendimientos del portafolio del Fondo han mostrado una tendencia creciente, tal y como se puede apreciar en el gráfico que se muestra abajo. La desviación estándar que presentan éstos datos es de 1.99%, la cual si se compara con la desviación de los rendimientos obtenidos por el mercado de Fondos de crecimiento en Costa Rica para el mismo periodo, que es de 3.72%, se puede considerar baja.

CABEI Fund vs. Mercado Fondos Crecimiento Abiertos Costa Rica Enero-Julio 2003



Si es importante considerar que los rendimientos que ha alcanzado el CABEI Central American Fund se encuentran por debajo de los que ofrece en promedio el mercado de los Fondos de Crecimiento Abiertos, durante el primer semestre del año; esto no implica un mayor grado de riesgo del Fondo ante otros Fondos de inversión que se ofrecen en Costa Rica, sino una pérdida de competitividad ante los posibles inversionistas, si se considerara el factor del rendimiento como decisivo para la toma de decisiones y no la diversificación de las carteras, esto último debido a que cerca del 95% de las carteras de los Fondos de inversión en Costa Rica se encuentran colocadas en emisores públicos de deuda costarricense, es decir existe una baja diversificación.

El comportamiento que se aprecia de los rendimientos alcanzados por el Fondo, deja ver una administración conservadora, lo cual se debe justificar debido a la naturaleza del mismo y a la influencia del BCIE dentro de la administración del mismo. Es claro que se le debe dar un peso importante a la experiencia que tienen las entidades que se involucran dentro del proceso de administración del Fondo como los son el BCIE, Deutsche Bank y el Bank of Ireland.

El rendimiento que registra el CABEI Central American Fund, al considerarse la inversión desde su comienzo (12-99) alcanza un rendimiento del 25.04%, para el 25 de agosto el rendimiento que se alcanzó fue de 4.58% (5.59%

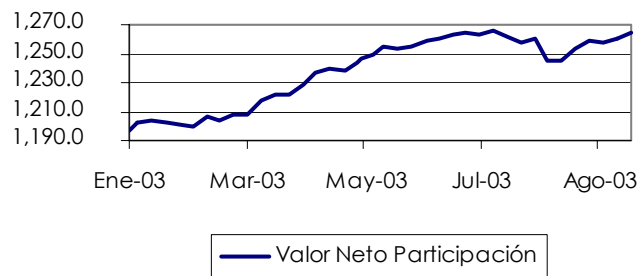
anualizada). En el **Anexo 3** se observan los rendimientos semanales diarios y anualizados del CABEI Central American Fund.

Comportamiento del valor de las participaciones

El valor de las participaciones han mostrado un comportamiento creciente durante el primer semestre del presente año, alcanzando un crecimiento de aproximadamente 5.54%, pasando de \$1.197,25 en enero a \$1.263,61 para junio del 2003. Para la primera parte del segundo semestre, el valor de la participación inició un proceso decreciente llegando a un valor de \$1.245,3, presentando una recuperación desde la segunda mitad del mes de agosto y llegando a \$1.258,28, nivel que tenía a inicio de junio del 2003.

En el siguiente gráfico se presenta el comportamiento del valor de las participaciones hasta la primera mitad del mes de setiembre.

Valor de las Participaciones Enero-Setiembre 2003



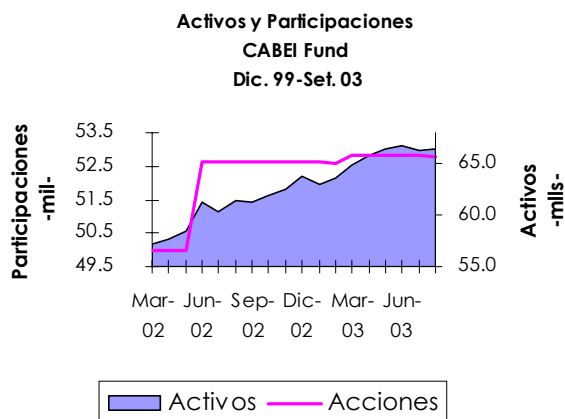
El Value at Risk (VaR) es una medida que permite estimar la pérdida máxima que puede tener la posición de una cartera, con un determinado horizonte temporal y un determinado nivel de confianza. En el caso del valor de las participaciones, su VaR estimado a julio del 2003, para un horizonte de tiempo de un mes y un nivel de confianza del 99% es de \$21.02, considerando que existen en total 52.817 participaciones colocadas del Fondo, se puede inferir que el VaR total del Fondo es de aproximadamente \$1.110.213, es decir, existe 1% de probabilidad de que en un mes las pérdidas máximas del Fondo alcancen a representar el 1.67% de sus activos totales, siempre que el comportamiento que han presentado el precio de los activos que componen la cartera del Fondo muestren un comportamiento similar al que se ha observado históricamente.

El valor de las participaciones se calcula para a) cada día de negociación (dealing day), b) semanalmente y c) en cualquier otro momento determinado por los Directores.

El valor de los activos netos resulta al restarle a la cartera de activos las obligaciones del Fondo. Para calcular el valor de los títulos que conforman la cartera de activos, se toma de referencia el precio de cierre en la bolsa principal cotizada por los títulos, de no existir se definirá un valor probable de realización, determinado por los Directores del Fondo o por Comité de Precios o por cualquier otra persona competente.

Los activos, por su parte, mostraron un comportamiento decreciente durante los primeros días de agosto, presentando una disminución de aproximadamente el 1%, el cual se empezó a recuperar desde la segunda mitad del mes de agosto.

La cantidad de inversionistas del Fondo no ha variado significativamente, el único cambio importante se presentó en agosto cuando la cantidad de participaciones pasó de 52.817,28 a 52.753,28, es decir se dio una disminución de 64 participaciones, por lo que los cambios no se deben a la salida importante de alguno de ellos, sino al efecto sobre el valor de las inversiones que se han realizado.



La disminución en el valor de los activos que se presentó durante la primera mitad del mes de agosto, se debe básicamente al efecto que tienen sobre ellos los cambios en las tasas de interés y rendimientos que se han presentado en el mercado estadounidense, lo cual se refleja especialmente en los títulos con una mayor duración.

En el siguiente cuadro se puede observar el comportamiento de las tasas de interés que se pagan en Estados Unidos sobre los bonos del tesoro, instrumentos que son los considerados de menor riesgo. Se puede apreciar el aumento que se ha presentado desde junio en estos resultados, lo que ayuda a explicar el comportamiento del valor de los activos del CABEI Central American Fund. Para las primeras tres semanas de

agosto el comportamiento de las tasas de interés continúa con la tendencia alcista.

Tasa de Interés Bonos del Tesoro de Estados Unidos -Constant Maturity Rate- 2003

Bono	Ene	Feb	Mar	Abr	May	Jun	Jul	Ago
1	1,36	1,30	1,24	1,27	1,18	1,01	1,12	1,20
2	1,74	1,63	1,57	1,62	1,42	1,23	1,47	1,86
3	2,18	2,05	1,98	2,06	1,75	1,51	1,93	2,19
5	3,05	2,90	2,78	2,93	2,52	2,27	2,87	3,15
7	3,60	3,45	3,34	3,47	3,07	2,84	3,45	3,96
10	4,05	3,90	3,81	3,96	3,57	3,33	3,98	4,27
20	5,02	4,87	4,82	4,91	4,52	4,34	4,92	2,39

Este comportamiento refleja las expectativas que se tienen de la recuperación de la economía estadounidense.

5. PERSPECTIVA GENERAL DE LA REGIÓN

La mayoría de las expectativas que se tiene sobre la recuperación de las economías que conforman América Latina, se basan en la recuperación económica de Estados Unidos de Norteamérica. En los últimos días se habla de evidencias que indican su recuperación, al igual que la economía mundial.

Para América Latina se espera un crecimiento, según datos de la Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL), de alrededor del 1.5% para éste año, considerando crisis políticas que vienen algunos países como Ecuador y Venezuela, además con expectativas positivas para las economías más grandes de la región, Brasil y México, las cuales alcanzaron niveles de estabilidad que podrían ayudar al crecimiento de esas economías.

En el caso específico de la zona centroamericana, también se tienen algunas crisis políticas, que afectan el ambiente inversionista, como es el caso de Guatemala o Nicaragua, a pesar de que la primera muestra en sus fundamentales una situación económica más atractiva que el resto de la zona. Es importante considerar el efecto que provoca sobre todas las economías de ésta zona, las perspectivas de un tratado de libre comercio con Estados Unidos.

Para la economía mexicana se espera que el gobierno continúe con sus planes de contener la deuda pública, además de que se aprueben las reformas tributarias necesarias, contando además con que no se presente ningún desequilibrio por las elecciones de la cámara baja del Congreso

La economía de Guatemala presenta indicadores muy sólidos, con bajos niveles de deuda; pero se debe considerar el efecto que se genera por los acontecimientos políticos, que puede dificultar su acceso a financiamiento en mercados internacionales.

La economía de El Salvador, es la única que ha logrado dolarizarse recientemente de manera formal, debido principalmente a la fuente tan importante de divisas como lo son las remesas familiares, lo que la obliga a tener mayor disciplina fiscal, a pesar de que actualmente debe realizar un esfuerzo por disminuir el déficit fiscal. El gobierno tiene comenzado reformas estructurales necesarias para brindar una mayor estabilidad al país en el mediano o largo plazo.

Por su parte, Costa Rica se encuentra en proceso de aprobar reformas tributarias que vendrían a ayudar al tratamiento del tema de déficit fiscal, además de algunas medidas que está tomando el Banco Central para disminuir el nivel de dolarización de las carteras de los bancos.

Panamá se enfrenta al reto de disminuir su déficit gubernamental general, y mantenerse dentro del marco de una economía dolarizada, además debe de incrementar la productividad del Canal.

La situación de la economía colombiana depende en gran medida del comportamiento de los conflictos internos que vive el país. Para este año se esperan cambios importantes debido al planteamiento de reformas tributarias y regímenes de pensiones, además es importante considerar los efectos del referéndum que busca el congelamiento de la mayoría del gasto operativo para mejorar las condiciones del gobierno.

En el caso de la economía Argentina se han dado algunos indicios de que la economía está saliendo avante, es así que la calificadora de riesgo Moody's subió la calificación de riesgo para la deuda de éste país. Se deben esperar los resultados de los planes para regular la deuda incumplida que se presentarán ante el FMI y el Banco Mundial.

El panorama de República Dominicana no es positivo, luego de la situación que se presentó con el Banco Intercontinental S.A. (Baninter), lo cual afecta directamente sus bajas reservas internacionales. Aún así en el país e están dando reformas en el campo fiscal y de seguridad social.

6. CONCLUSIONES GENERALES

Un tema importante a considerar es la diferencia de horarios entre la región centroamericana y la República de Irlanda, lo cual puede afectar el valor de las

participaciones, así como las órdenes de compra o de venta. Este es un riesgo operacional para los inversionistas locales, que debe ser solucionado por parte del agente colocador en Costa Rica.

Un factor, que no implica riesgo alguno para el inversionista, pero que sí debe ser comprendido por él, es el tema de las distribuciones de ingresos o dividendos de la cartera, los cuales serán repartidos cuando los directores lo consideren adecuado.

Actualmente existe un proyecto de reforma fiscal, que incrementaría el porcentaje de impuestos sobre la renta que se deben pagar, afectando los ingresos que reciben los inversionistas que participan en los Fondos de Inversión. Este proyecto se encuentra actualmente en discusión en la Asamblea Legislativa y se espera que sea aprobado antes de que finalice el presente año. Esto vendría a afectar el rendimiento local de los inversionistas que participen dentro del CABEL Central American Fund.

Los rendimientos que ha presentado el Fondo han mostrado un comportamiento estable, es decir una baja variabilidad, lo que deja ver una buena estrategia de administración del Fondo.

Se debe considerar que la cartera está compuesta por títulos que presentan una correlación positiva entre sí, lo que puede desproteger los activos ante cambios en las tasas de interés.

El principal reto del Administrador de la Cartera es lograr incrementar o mantener el valor de los activos del fondo, invirtiendo en emisiones provenientes de países, que en su mayoría se tienen calificaciones de riesgo de grado especulativo.

La diversificación de la cartera es un tema importante dentro del análisis de riesgo del fondo, debido a que en el caso de que alguno de los emisores declare moratoria o incurra en el no pago de sus emisiones o bien se den cambios importantes en el valor de sus emisiones, el impacto sobre el valor de la cartera será menor que si estuviera concentrado en muy pocos emisores.

El grado de riesgo que tiene cada uno de los países en los que se han realizado inversiones, ponderará para obtener parte del nivel de riesgo del fondo, además se considera, como una parte integral, las instituciones que influyen dentro de la administración y toma decisiones del Fondo, siendo una de las fortalezas del CABEL Central American Fund el apoyo, trascendencia y experiencia de las entidades que forman parte de la administración del Fondo (Banco Centroamericano de Integración Económica, Bank of Ireland, DWS Finanz-Service, Deutsche Bank).

El Fondo puede realizar inversiones en cualquier tipo de moneda, esto lo expone a un riesgo de devaluación o diferencial cambiario, para lo que deberá acudir a diferentes instrumentos financieros para administrar ese riesgo en el caso de que lo tenga. Si es importante considerar que hasta la fecha el 100% de su cartera está invertida en títulos denominados en dólares de los Estados Unidos de América.

También es importante considerar que por la naturaleza off shore del CABEL Central American Fund, que se encuentra domiciliado en la República de Irlanda, mercado que forma parte de la Comunidad Económica Europea, en el caso de existir algún problema de tipo legal, los inversionistas deberán acudir a los tribunales de Irlanda, país en el que se encuentra inscrito el Fondo.

7. CATEGORÍAS DE CALIFICACIÓN

- **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 Grado 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 válida y representativa para llevar a cabo el proceso de clasificación antes o durante la vigencia del Fondo.

Categorías de clasificación 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.

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